



UNIVERSIDAD  
**COMPLUTENSE**  
MADRID

**FACULTAD DE CIENCIAS  
ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**

**GRADO EN ADE  
TRABAJO DE FIN DE GRADO**

Plan de Viabilidad: REYAL URBIS  
Un antes y un después de un concurso de  
acreedores.

Autor: Jorge Muñoz Asunción

Tutora: María del Mar Camacho Miñano

Curso Académico: 2017/2018

## ÍNDICE:

<b>1. RESUMEN DE CONTENIDOS .....</b>	<b>3</b>
<b>2. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>4</b>
2.1. DESARROLLO HISTÓRICO: AUGE Y CRISIS DEL SECTOR INMOBILIARIO.....	4
2.2. ANÁLISIS HISTÓRICO DE REYAL-URBIS: MODELO DE NEGOCIO.....	6
<b>3. PLAN DE VIABILIDAD.....</b>	<b>7</b>
3.1. ¿QUÉ ES UNA EMPRESA EN CRISIS?.....	8
3.2. PLAN DE VIABILIDAD: CONCEPTO Y TIPOS.....	8
3.3. RELACIÓN ENTRE CRISIS Y PLAN DE VIABILIDAD APLICADO AL CASO REYAL-URBIS.....	9
<b>4. DIAGNÓSTICO EMPRESARIAL: ANÁLISIS DEL ENTORNO .....</b>	<b>10</b>
4.1. DIAGNÓSTICO EXTERNO .....	10
4.1.1. ANÁLISIS ESPECÍFICO: FUERZAS DE PORTER.....	10
4.1.2. ANÁLISIS GENERAL: MATRIZ PEST .....	12
4.2. DIAGNÓSTICO INTERNO .....	15
4.3. VALORACIÓN FINANCIERA .....	17
4.3.1. EVOLUCIÓN DEL ESTADO DE LA CUENTA DE RESULTADOS.....	17
4.3.2. ESTADO DE LOS FLUJOS DE CAJA.....	19
4.3.3. INTERPRETACIÓN DEL BALANCE GENERAL.....	19
4.3.4. GRADO DE APALANCAMIENTO OPERATIVO Y ANALISIS DEL PUNTO MUERTO	21
4.3.5. Z-SCORE ALTMAN: DISTANCIA AL FRACASO FINANCIERO .....	21
4.4. ANÁLISIS DAFO .....	22
<b>5. PRESENTACIÓN DE PLAN DE VIABILIDAD: OBJETIVOS .....</b>	<b>24</b>
5.1. CONCLUSIONES DE LA SITUACIÓN ACTUAL DE REYAL-URBIS .....	24
5.2. ESTABLECIMIENTO DE HIPÓTESIS: ESTRATEGIAS PREVISTAS .....	24
5.3. PROYECCIONES FINANCIERAS: ANÁLISIS DE RESULTADOS.....	25
<b>6. PROBLEMÁTICA DEL ESTUDIO .....</b>	<b>26</b>
<b>7. CONCLUSIONES .....</b>	<b>27</b>
<b>8. BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>28</b>
<b>9. ANEXOS .....</b>	<b>32</b>
9.1. BALANCE DE SITUACIÓN 2007-2016 .....	32
9.2. CUENTA DE RESULTADOS 2007-2016.....	34
9.3. ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO 2007-2016 .....	35
9.4. ANÁLISIS DE RATIOS 2007-2016 .....	35
9.5. CÁLCULO DEL GAO Y BEP 2007-2016.....	35
9.6. CÁLCULO DEL Z-SCORE 2007-2016 .....	36
9.7. PROYECCIONES FINANCIERAS 2017-2019 .....	36

## **1. RESUMEN DE CONTENIDOS**

El propósito de este trabajo es el análisis del sector inmobiliario en el contexto macroeconómico español, centrando el estudio en la realización en profundidad de la valoración financiera de REYAL-URBIS.

Primeramente, la situación actual de este sector es introducida mediante en el análisis del entorno actual y desarrollando una breve explicación de la historia recientemente acontecida, haciendo énfasis en la crisis del año 2008 su evolución. Una vez establecida la situación, la situación histórica de la empresa y su modelo de negocio son introducidos, lo que permite realizar una valoración cualitativa de la situación del grupo.

Seguidamente, la metodología a seguir para la valoración es desarrollada, incidiendo en los métodos más importantes. Un diagnóstico de la situación actual de Reyál-Urbis se desarrolla posteriormente, así como el estudio de un posible plan estratégico viable de cara a los acreedores, abordando dicho diagnóstico gracias a los informes financieros aportados por la empresa.

La proyección de diferentes escenarios simulados ha sido desarrollada, lo que permite visualizar un posible escenario futuro de la empresa, con el objetivo de presentar dicho escenario ante acreedores para la realización de la negociación del plan de viabilidad.

Finalmente, un estudio de la problemática y una opinión personal basada en los datos obtenidos y contrastada con los estudios observados en artículos académicos y otros informes económicos y financieros me permite mostrar la síntesis realizada sobre el trabajo.

## 2. INTRODUCCIÓN.

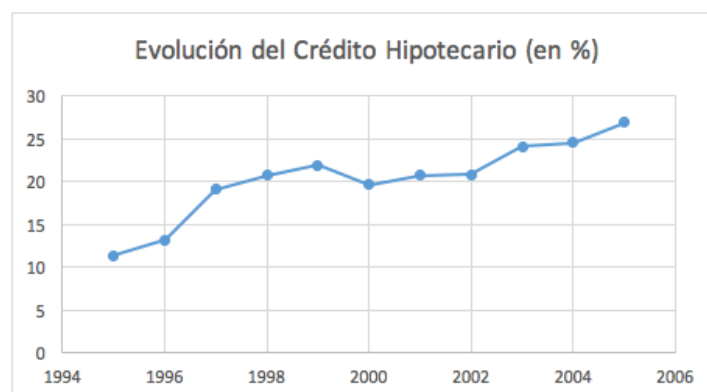
El sector inmobiliario, en el contexto macroeconómico español, ha sido un fuerte pilar sobre el que se ha asentado la economía nacional desde mediados de la década de 1980, tras experimentar el primer ciclo inmobiliario-financiero observado en España en el periodo 1985-1995 (Naredo, 1996). Desde la finalización de dicho periodo se pudo observar, hasta el año 2007, una tendencia alcista en el sector precedente a la crisis, la cual se estudiará posteriormente. Dicha fase alcista se debe principalmente a los factores que a continuación se desarrollan.

### 2.1. DESARROLLO HISTÓRICO: AUGE Y CRISIS DEL SECTOR INMOBILIARIO.

El crecimiento experimentado por el sector inmobiliario se observa por factores debido a específicos desde el año 1995, desarrollados a continuación (Rodríguez y López, 2011):

- Una reducción de los tipos de interés, fomentando el aumento de la inversión inmobiliaria y el masivo endeudamiento de los consumidores. Debido a la creciente demanda por parte de las familias y al escaso control de riesgos de solvencia de las entidades financieras españolas (Akin et al., 2014), que concedieron créditos sin control dada la *feroz competencia bancaria* que se desató (Bernardos, 2009) incrementaron en una década más del doble el número de créditos concedidos en España (gráfico 1). La curva de endeudamiento de estos consumidores, en este caso las familias, aumentó exponencialmente.

**Gráfico 1:** Evolución del Crédito Hipotecario en España, 1995-2005



Fuente: Asociación Hipotecaria Española

- La revalorización de los activos inmobiliarios jugaron un papel clave, pues las expectativas de crecimiento por parte de los inversores dispararon los precios de la vivienda. La especulación sobre la vivienda se convirtió en un factor recurrente, debido también a la recalificación de terrenos (Naredo, 2010) llevada a cabo por entidades públicas. En la siguiente tabla se puede observar una breve comparativa entre el crecimiento del precio tal y como lo perciben los compradores y el crecimiento real del precio según tasación en grandes núcleos urbanos de España:

**Tabla 1:** Comparación de la percepción y la realidad:

	Barcelona	Madrid	Coruña	Murcia
<b>Incremento del precio percibido</b>	<b>27,70%</b>	<b>26,60%</b>	<b>21,30%</b>	<b>27,10%</b>
<b>Incremento del precio según tasación</b>	<b>16,70%</b>	<b>12,30%</b>	<b>13,10%</b>	<b>17,10%</b>

Fuente: García-Montalvo (2006)

- La inversión pública en infraestructuras, tales como el desarrollo de líneas ferroviarias de alta velocidad o la creación de autovías de gran capacidad, fomentaron la revalorización mencionada. No sólo influyó la inversión por parte de las entidades públicas, sino su laxitud en cuanto a políticas medioambientales, la recalificación masiva de terrenos o las reformas hipotecarias llevadas a cabo, fomentando el crédito hipotecario.

Tras esta tendencia alcista experimentada durante el periodo mencionado, llegó la crisis financiera, causando el estallido de la burbuja inmobiliaria. Algunas de las consecuencias fueron la polarización territorial, generando grandes núcleos urbanos y zonas prácticamente despobladas, situando a España como el primer país en destrucción de patrimonio inmobiliario (Naredo, 2010); consecuencias económicas para las familias tales como la contracción del consumo debido al gran aumento de desempleo y a la progresiva caída de los precios de la vivienda, causando en muchos casos un sobreendeudamiento hipotecario, mayor al que cubriría la liquidación de los activos

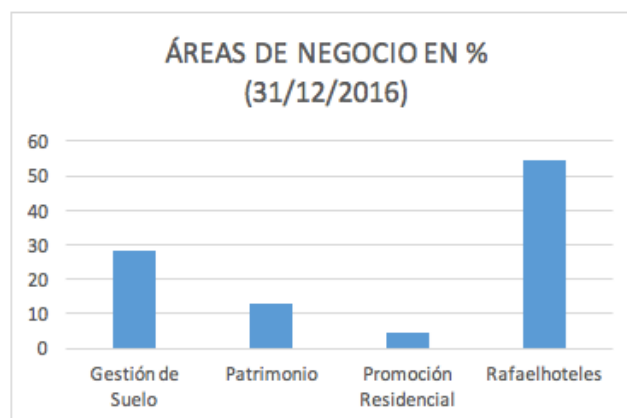
inmobiliarios hipotecados; o la utilización de recursos públicos para el rescate de promotoras y otras entidades inmobiliarias, que habían visto mermadas sus ventas debido a esa falta de demanda.

## 2.2. ANÁLISIS HISTÓRICO DE REYAL-URBIS: MODELO DE NEGOCIO.

Todas estas consecuencias de comienzos del año 2008 afectaron directamente a Reyal-Urbis, promotora inmobiliaria creada en 2007 tras la adquisición por parte de Construcciones Reyal de más del 96% del capital de la empresa Inmobiliaria Urbis. Urbis era una empresa tradicional dedicada a la promoción de viviendas y a la gestión de patrimonio inmobiliario mediante alquiler con delegación en prácticamente todo el territorio español. En los años álgidos del sector, Urbis consiguió aumentar su cifra de ventas y margen de beneficios, lo que a ojos de Reyal suponía una buena adquisición. Reyal, por otra parte, se dedicó a la promoción de viviendas en la Comunidad de Madrid. Su marca era altamente valorada en el sector y por parte de los clientes. Su visión desproporcionada del sector llevó a la empresa a endeudarse para realizar adquisiciones de suelo de dudosa calidad.

Reyal-Urbis es una empresa dedicada al sector inmobiliario en España, con una amplia gama de activos en venta y explotación como locales comerciales, siendo éstos oficinas, centros comerciales, naves industriales y hoteles y sus viviendas de primera residencia para la clase media en venta. Su negocio se ciñe principalmente a cuatro sectores: gestión de suelo, promoción residencial, patrimonio y Rafaelhoteles.

**Gráfico 2: Diversificación de Reyal-Urbis**



Fuente: Elaboración propia

Tras la fusión, la situación era ya extremadamente delicada, con deudas globales que alcanzaban los 6.000 millones de euros (y fondos propios por valor de 1.100 millones de euros) y activos de suelo con proyectos irrealizables tanto en plazos como por su calidad.

Dada su situación, se tomaron medidas centradas en la austeridad y reducción de riesgo, enfocando la actividad de la empresa en la reducción de riesgos terminando las obras ya comenzadas y en la devolución de activos a la Banca (daciones en pago), reduciendo con ello su endeudamiento.

La empresa desde prácticamente el comienzo de su actividad se enfrentó a problemas de liquidez y solvencia evidentes que se mostrarán más adelante tras su análisis económico-financiero, lo que en 2013 desembocó en un concurso voluntario tras la falta de vías alternativas para la refinanciación de las deudas mantenidas con sus acreedores.

Tras presentar un plan de pago de deuda que le fue aceptado por parte del Juzgado nº 6 de lo Mercantil de Madrid, la compañía logró el desbloqueo del concurso de acreedores en el que hasta el momento se encontraba inmersa, fijando como vencimiento de plazo de aceptación por parte de los acreedores el 31 de mayo de 2017. Dicho plazo venció sin el apoyo del 75% de acreedores necesario para aprobar el plan de pagos (Ruiz, 2017), entrando en proceso de liquidación, y viéndose obligada a adoptar el Auto de liquidación establecido el juez, causando así su disolución y el cese de sus administradores.

### **3. PLAN DE VIABILIDAD.**

Ante la situación de crisis empresarial en la que se encontraba Reyál-Urbis en el año 2013, era necesaria la elaboración de un Plan de Viabilidad (PV) para reenfocar la estrategia empresarial y el modelo de negocio y así lograr sanar la delicada situación en la que se encontraba. Previo análisis del entorno económico-financiero de Reyál-Urbis y la realización del PV adecuado a la naturaleza de la crisis, cabe mencionar qué tipos de crisis nos podemos encontrar y cuál es la correcta estrategia a seguir para cada caso.

### 3.1. ¿QUÉ ES UNA EMPRESA EN CRISIS?

Una empresa en crisis es aquella que se encuentra inmersa en una situación de vulnerabilidad que afecta negativamente a su modelo de negocio y, por ende, a los resultados que ésta desea obtener tras el desarrollo de su actividad comercial.

Dada esta definición, cabe mencionar la idea de empresa en crisis desde el punto de vista institucional adoptado por la Unión Europea (DO 244 01/10/2004, p. 3), que define la situación de crisis empresarial de la siguiente manera:

*“ [...]una empresa se encuentra en crisis si es incapaz, mediante sus propios recursos financieros o con los que están dispuestos a inyectarle sus accionistas y acreedores, de enjugar pérdidas que la conducirán, de no mediar una intervención exterior, a su desaparición económica casi segura a corto o medio plazo.”*

Por tanto, dada la situación financiera en la que se encontraba la empresa, era esperado el intento de renegociación de los términos de pago con sus acreedores previamente a la fase de liquidación mediante la presentación de un PV, evitando de este modo incurrir en la disolución de la entidad empresarial.

La crisis del sector inmobiliario en España se vio motivada por la caída generalizada de la demanda (Nota 2.1), lo que impide clasificar con exactitud la tipología de crisis sufrida por Reyál-Urbis. Sin embargo, dadas las características de la empresa y de su actividad, se puede intuir que su difícil situación económica vino dada por una crisis comercial por caídas de la demanda; socioeconómica, dada la sensibilidad de los ingresos por ventas en el sector dependiendo de la renta de los consumidores; y una crisis por un error estratégico, que suele desembocar en la liquidación de activos para intentar paliar el exceso de pasivo que acumula la empresa (Graell, Codina 2010).

### 3.2. PLAN DE VIABILIDAD: CONCEPTO Y TIPOS

El objetivo principal del Plan de Viabilidad (PV) es alcanzar el consenso de ambas partes, la empresa y los acreedores u otros agentes externos, para que a través de la obtención de nuevos términos de pago se puedan obtener los flujos de efectivo esperados y así lograr sanear la empresa y reconducirla a una situación favorable para ambas partes.

En definitiva, el PV es la solución propuesta por parte de la empresa para que la renegociación con los agentes externos alcance el objetivo deseado.

Las circunstancias por las que se considera a una empresa viable o inviable responden únicamente al concepto de solvencia. Entendemos por modelo de negocio no viable aquel que dados los resultados negativos (o no alcanzados los esperados), no puede retribuir económicamente ni a los accionistas, ni a proveedores ni a acreedores.



Tras esta situación la empresa tiene dos opciones para evitar su desaparición: realizar una ampliación de capital o presentar un PV intentando renegociar los contratos mantenidos con los agentes externos (Graell, Codina 2010).

Si la empresa decide reorganizar su estrategia empresarial ha de hacerlo de una de las siguientes tres formas:

- **Plan Estratégico Dinámico:**

La misión principal de este PV es la renegociación de los contratos tanto con acreedores como con deudores, intentando reducir el periodo medio de cobro y de pago. Se presupone difícil de conseguir dado que los acreedores, por lo general, son reticentes a ceder en cuanto a los términos establecidos en sus contratos.

- **Plan Estratégico Estático:**

Generalmente se busca la modificación de la estructura empresarial mediante la reestructuración de costes, incluyendo deudas financieras sujetas a intereses. Se trata de un PV en el que influye notablemente la solvencia subjetiva que los acreedores atribuyan a su deudor.

- **Plan Estratégico Regresivo:**

A este plan estratégico no se le atribuye ningún PV en concreto, sino que se centra más en la forma de liquidación de la empresa. En el caso de una liquidación parcial, la parte de la actividad sujeta a continuidad suele ser traspasada a terceros para su gestión.

### **3.3. RELACIÓN ENTRE CRISIS Y PLAN DE VIABILIDAD APLICADO AL CASO REYAL-URBIS.**

En la Memoria Anual de 2016 presentada por parte de Reyál-Urbis, se observa que la empresa presentó a comienzos de 2015 un PV mediante el cual pretendía llegar a un acuerdo para poder cumplir las obligaciones de pago mantenidas con sus acreedores, adjuntas en el convenio acordado con éstos. Reyál-Urbis tomó la alternativa más conservadora al intentar reacondicionar el valor del pasivo, y propuso las siguientes hipótesis:

- En el corto plazo, no se reactivaría la actividad en el mercado residencial.
- Seguir con una política de austeridad y reducir a su vez la estructura de la empresa, ajustándola al nuevo Balance de Situación.
- En el medio plazo enfocarían su actividad a la explotación patrimonial de los activos en posesión.
- En el medio plazo, se preveía anular la inversión en activos de suelo, y en el largo plazo continuar con la venta residencial (promociones con entrega de llaves previstas para 2022).

Dadas las hipótesis se puede deducir que intentaría seguir un PV reductivo. Se trata de un plan válido en casos de crisis comercial, socioeconómica o estratégica, como en la que se encuentra la empresa. No obstante, con la no aceptación en la negociación, el desarrollo de un PV dinámico podría ser una opción a considerar para la continuación de la actividad y con ello la viabilidad del modelo de negocio.

#### **4. DIAGNÓSTICO EMPRESARIAL: ANÁLISIS DEL ENTORNO**

El desarrollo de un PV viene dado por el análisis previo de la empresa tanto en el entorno económico como financiero, siendo así posible una evaluación de la evolución histórica y de la situación actual para poder desarrollar las hipótesis oportunas en cada caso.

Este análisis se basa en el desarrollo del análisis DAFO, el cual debería ser presentado por los administradores de la Sociedad a fin de realizar el plan estratégico de la manera adecuada. Consta de tres pilares para su desarrollo: un diagnóstico externo, centrándose en la competitividad del sector donde se desarrolla la actividad de la empresa; el diagnóstico interno, valorando las capacidades y recursos propios de la entidad; y el análisis financiero, analizando la robustez financiera que presenta la empresa (Graell, Codina 2010).

##### **4.1. DIAGNÓSTICO EXTERNO**

El propósito de este estudio es principalmente conocer qué factores son los causantes de la situación actual del mercado inmobiliario en general y de la situación de Reyal-Urbis en particular. Esta visión del entorno de la empresa permite suponer cuál será el escenario más probable en un futuro a corto o medio plazo.

Para evaluar el entorno de la empresa, a continuación se divide su analítica en dos bloques: el estudio del entorno específico y el estudio de un entorno macroeconómico.

###### **4.1.1. ANÁLISIS ESPECÍFICO: FUERZAS DE PORTER**

El modelo en el que se sustenta el análisis y diagnóstico de las fuerzas competitivas fue desarrollado por el profesor M. Porter con el fin de poder determinar las ventajas y desventajas que tiene la empresa sobre el resto de empresas del mismo sector, realizando un análisis crítico y objetivo para poder deducir la rentabilidad que la empresa ha obtenido tras su desarrollo histórico y saber qué podemos esperar de la rentabilidad futura.

Se analizan las cinco fuerzas en dos principales segmentos, distinguiendo entre aquellas que hacen referencia al margen de beneficio del sector y aquellas que indican el poder que tiene la empresa en el mercado.

- **Barreras de Entrada:**

La amenaza de nuevos competidores con su potencial entrada al sector inmobiliario fomentarían la agresividad de la competencia. El sector inmobiliario requiere de grandes inversiones económicas que incapacitan a muchos aspirantes a rivalizar con grandes

empresas como Reyál-Urbis. No obstante, esto puede ser también una gran desventaja para la empresa, teniendo en cuenta que la valoración de los activos en el momento en que ésta invirtió en ellos se ha visto drásticamente reducida tras la crisis y, además, nuevos competidores pueden ofrecer precios más competitivos manteniendo un margen de beneficio superior al de Reyál-Urbis.

- **Productos Sustitutivos:**

No existen productos sustitutivos como tal si hablamos de gestión de patrimonio o de suelo, ni tampoco de promoción residencial, pero si nos enfocamos en la actividad principal de Reyál-Urbis, Rafael Hoteles, vemos un competidor actual que está desbancando a las cadenas hoteleras: los modelos de economía colaborativa como puede ser el caso de *Airbnb*, que suponen un crecimiento de la competencia a través de un modelo disruptivo frente a modelos más tradicionales como el de los hoteles (Armas, Taño, Rodríguez, 2014). El alquiler temporal de habitaciones y pisos suponen un atractivo para los consumidores debido a los precios que ofrecen, y con ello causan grandes perjuicios al sector hotelero que, en el caso particular de Reyál-Urbis, afecta directamente a su cadena hotelera.

- **Rivalidad de las Empresas Competidoras:**

En una empresa en proceso concursal como es Reyál-Urbis, hay que determinar si permanecer en el negocio le sería más rentable que liquidar y valorarlo como un aspecto positivo de cara a la negociación con los acreedores. Además, aspectos como el aumento paulatino de la demanda puede causar una reducción de precios para aumentar los ingresos operacionales y así intentar cubrir gastos y evitar pérdidas operacionales brutas.

- **Poder de Negociación de los Clientes:**

El cliente tendrá poder de negociación siempre y cuando el volumen de compra sea muy elevado, lo que le permitirá negociar las condiciones de pago. Los clientes de Reyál-Urbis carecen de poder de negociación si hablamos de las ventas de promoción residencial, alquileres o servicios ofrecidos en sus hoteles, pero cabe destacar la venta de locales comerciales, oficinas o naves industriales, en los que el cliente tendrá mayor poder de negociación, y más teniendo en cuenta la situación concursal en la que se encuentra Reyál-Urbis.

- **Poder de Negociación de los Proveedores:**

Actualmente existe un gran número de ofertas en el mercado de activos inmobiliarios y activos de suelo, lo que supone una presión mínima por parte de los proveedores para una promotora. Existen numerosas constructoras con precios asequibles para realizar nuevas obras, así como la posibilidad de compra de activos ya existentes para su gestión. Sin embargo, dados los resultados financieros que ha presentado Reyál-Urbis a lo largo de los últimos años y sus problemas de liquidez, se puede suponer que en el caso de negociación con proveedores, los términos y condiciones de pago ofrecidos por éstos serán muy estrictos y como consecuencia difíciles de asumir por parte de la empresa.

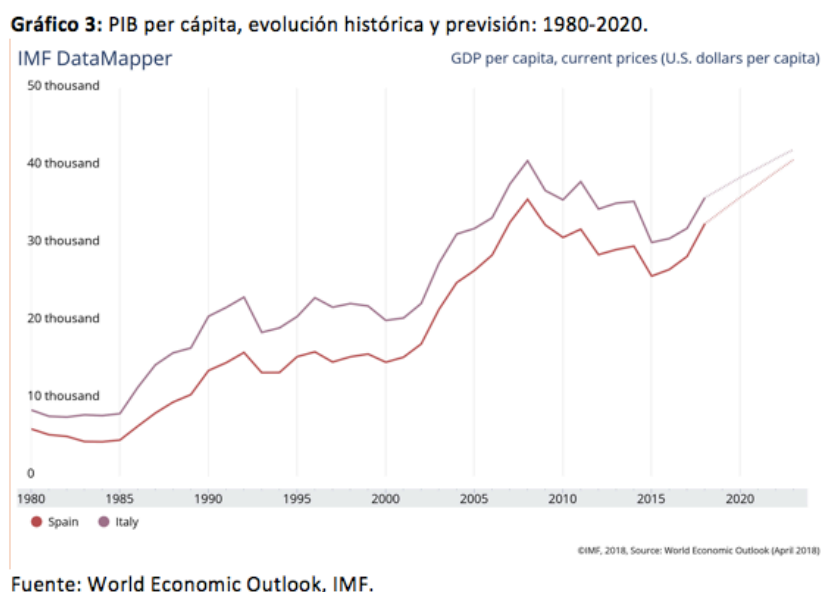
#### 4.1.2. ANÁLISIS GENERAL: MATRIZ PEST

Para analizar el entorno general de Reyal-Urbis en un ambiente global del mercado, existe una herramienta que nos permite estudiar diferentes ámbitos de la economía global, conectados entre sí y que ayudan a elaborar una imagen concisa de la situación que se va a encontrar la empresa: la matriz PESTEL, pero en este caso se centrará el estudio general del entorno en las cuatro primeras dimensiones, Política, Económica, Sociocultural y Tecnológica, desarrollando una matriz PEST.

- **Dimensión Política:**

Pese a la inestabilidad política sufrida los últimos años en España y el conflicto territorial existente en Cataluña, factores causantes de la incertidumbre por parte de los inversores, ciertas reformas políticas han llevado a España a una situación de crecimiento económico estable. Políticas tales como las reformas fiscales, reduciendo el tipo máximo del IRPF al 45 por ciento, o el impuesto de sociedades hasta el 20 por ciento (Roberts, 2018), han fomentado el crecimiento en el sector privado y con ello la demanda, repercutiendo positivamente en el consumo de las familias.

Esto se ve reflejado también en indicadores clave como el crecimiento del PIB per cápita como se muestra en el gráfico a continuación expuesto, lo que ha causado hechos relevantes como el alcance a Italia por parte de la economía española.



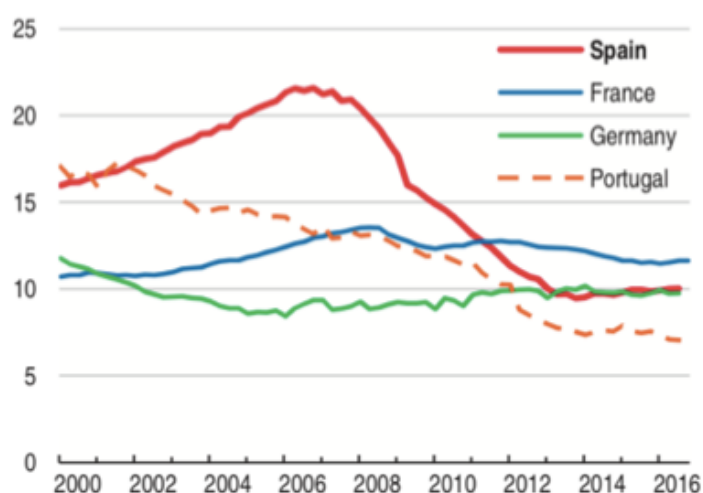
- **Dimensión Económica:**

Gracias a las recientes reformas económicas llevadas a cabo en España, la economía nacional se ha visto positivamente afectada, tomando una dirección más propia de la recuperación económica que de la recesión. Esta recuperación viene dada por las mencionadas reformas que han causado la reestructuración paulatina del sector financiero y la creación de nuevo empleo, así como el crecimiento de la producción nacional gracias al fomento y promoción de nuevas empresas (Gurría, 2017).

Pese a los desafíos que ha de superar la economía española aún, se puede observar la tendencia positiva con una creación de más de 1,2 millones de puestos de trabajo entre los años 2013 y 2016, así como el crecimiento de la economía española a una tasa del 3,2% desde 2015. La inversión privada comienza a crecer de nuevo, y pese a mantenerse constante en el sector de la construcción, se puede observar un ligero repunte que permite deducir el crecimiento positivo que está experimentando.

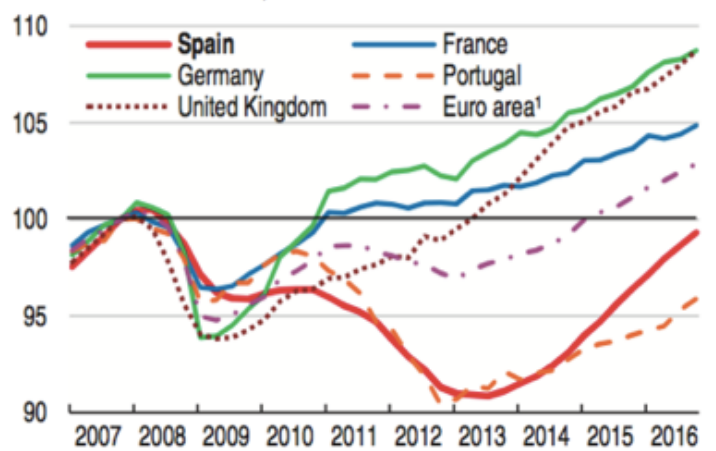
La previsión económica realizada por la OCDE en su comunicado de Noviembre de 2017 tras el análisis de la situación actual advierte del crecimiento “moderado pero robusto” que experimentará la economía española en 2018 y 2019, advirtiéndole de las mejoras y oportunidades de negocio que surgirán en los mercados en general, incluyendo en estos el sector inmobiliario.

**Gráfico 4: Inversión en Construcción (porcentaje sobre el PIB)**



Fuente: OECD Economic Outlook

**Gráfico 5: Growth is Gathering Pace (El crecimiento va tomando ritmo)**  
Evolución del PIB Real, 2007-2016

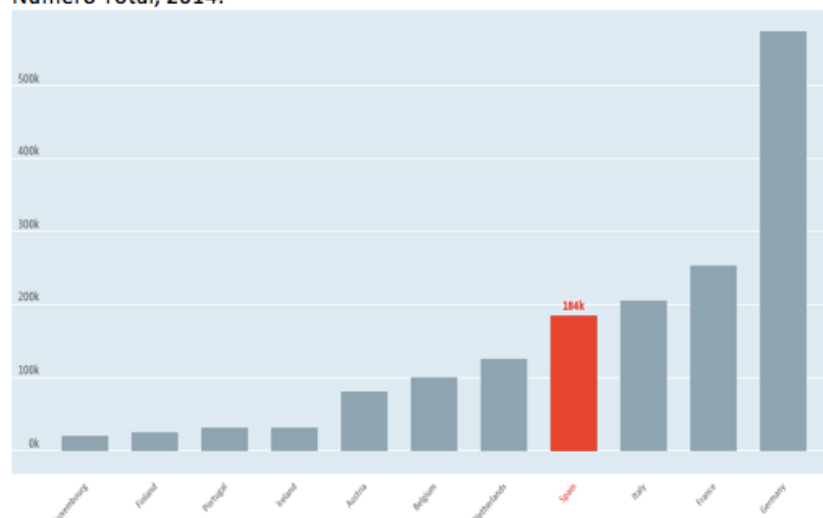


Fuente: OECD Economic Outlook

- **Dimensión Sociocultural:**

España ha sido en los últimos años uno de los países con mayor índice de inmigración de la zona Euro, situándose en cuarto lugar tras Alemania, Reino Unido e Italia. La constante llegada de inmigrantes al país favorece el crecimiento de la economía dado que la gran mayoría de estos llegan al país con perspectivas de residencia a largo plazo y de búsqueda de empleo. Esto ha causado problemas en el mercado laboral en los últimos años por la escasa demanda de empleo y la excesiva oferta, causando con ello el crecimiento del paro. No obstante, durante los últimos años el desempleo y la precariedad laboral se reducen, la estabilidad laboral crece y con ello la economía doméstica favoreciendo a la demanda de las familias.

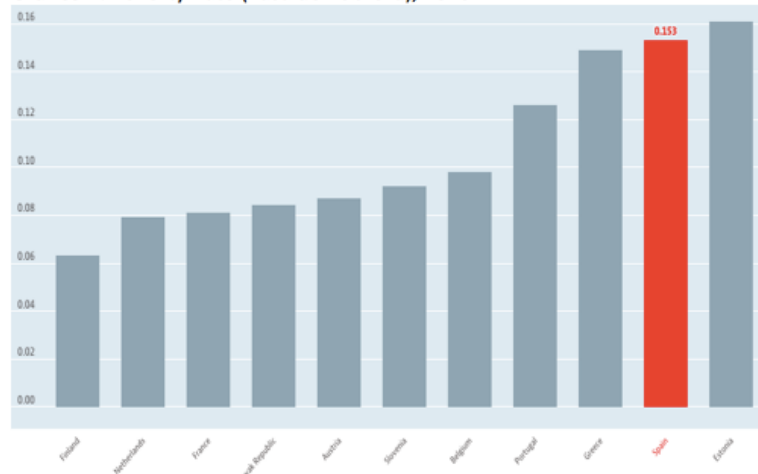
**Gráfico 6: Permanent Immigration Inflows (Flujos Permanentes de Inmigración) Número Total, 2014.**



Fuente: OECD International Migration Statistics

España se sitúa en el segundo puesto de la zona Euro (en tasa de pobreza), lo que indica que la desigualdad económica subyacente en el país sigue estando latente. Pese a la ligera reducción de los últimos años, España sigue manteniendo una tasa muy elevada con respecto al resto de Europa y demuestra que estamos aún ante un problema grave por resolver.

**Gráfico 7: Poverty Rate (Tasa de Pobreza), 2015.**

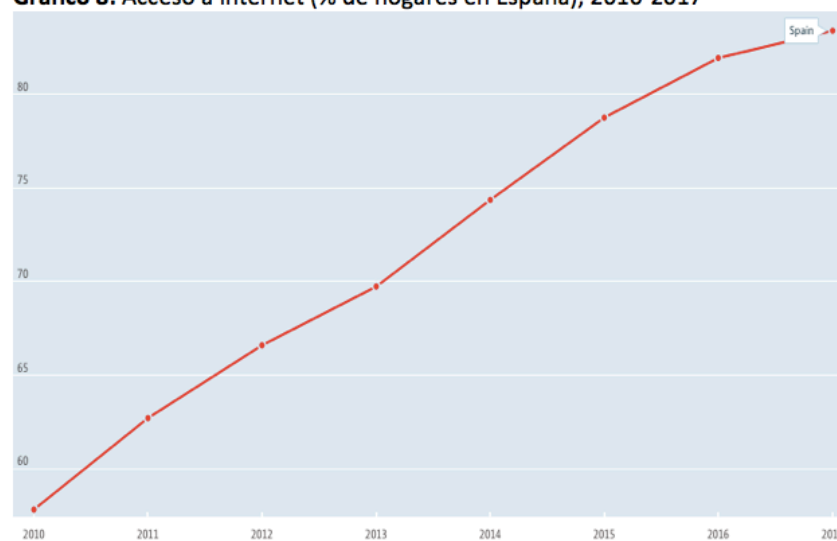


Fuente: OECD Income Distribution

- **Dimensión Tecnológica:**

De acuerdo con los datos proporcionados por la OECD, la tecnología se ha consolidado como parte fundamental de la sociedad. Internet se ha convertido en una herramienta de uso prácticamente indispensable para cualquier negocio y en gran parte de los hogares se puede encontrar al menos un punto de acceso a esta tecnología. Su crecimiento nos permite asegurar que la innovación tecnológica es ya una obligación para la supervivencia de cualquier negocio, pues sin ella la competitividad de estos negocios resulta hoy en día prácticamente nula. Cualquier mercado de cualquier sector es accesible hoy en día a través de Internet y por ello las empresas se han de adaptar a su uso.

**Gráfico 8: Acceso a Internet (% de hogares en España), 2010-2017**



Fuente: OECD Factbook

#### 4.2. DIAGNÓSTICO INTERNO

Para analizar las capacidades estratégicas hemos de diferenciar entre recursos, que son los activos productivos que la empresa mantiene, y capacidades, siendo estas el *know-how* de la empresa. Ambos han de combinarse para otorgar ventajas competitivas a la empresa, pues por sí solos no aportan valor añadido a la empresa (Grant, Jordan, 2015).

Si realizamos un estudio de la situación empresarial, resulta necesaria la observación detallada ésta desde su interior, pudiendo valorar sus capacidades y los recursos que presenta. Se ha de tener en cuenta que el propósito es detectar los posibles errores que se estén cometiendo con el fin de saber si éstos son los causantes de la crisis (Graell, Codina 2010).

A continuación se evalúa la estrategia competitiva que la empresa ha seguido a lo largo de estos años a través de una serie de indicadores del rendimiento para poder compararlos con el resto de promotoras inmobiliarias de su entorno:

- **Evaluación del Funcionamiento de la Estrategia Empresarial.**

Para conocer si el funcionamiento de la estrategia es el correcto, si tendría que haber seguido otra diferente o si se desea conocer por qué ha fallado la existente hemos de estudiar el enfoque competitivo adoptado por Reyal-Urbis. Los objetivos estratégicos buscados han de ser acordes con los que se vayan a proponer en el PV y en función de los resultados establecer una línea de actuación. Así bien, con estos objetivos podremos a su vez establecer la evolución en el medio plazo de la empresa y estimar con cierto grado de certidumbre la rentabilidad que ha de alcanzar la empresa para asemejarse a empresas similares en tamaño y actividad.

El análisis de la evolución de la actividad en los últimos cinco años – como mínimo – será necesaria para establecer una comparación entre Reyal-Urbis y otras empresas del mismo sector. Para ello, se atenderá a los criterios comparativos relacionados con márgenes de beneficio y análisis de ratios financieros (Nota 4.3).

- **Posicionamiento en el Mercado Inmobiliario.**

Se ha de prestar especial atención a la posición que Reyal-Urbis mantiene en el sector para determinar cuál ha sido su evolución, su estado actual y qué cabe esperar en un futuro inmediato. Se pretende descubrir las posibles ventajas o desventajas que la empresa pudiera tener frente a sus competidores, atendiendo a señales que pueden demarcarlas, como son su crecimiento frente a rivales; el nivel de recursos financieros; la reputación; su dimensión o su administración.

Durante el comienzo del desarrollo de las actividades conjuntas como empresa ya fusionada, Reyal-Urbis poseía un gran prestigio en el sector inmobiliario y de cara a los clientes finales, lo que aportaba valor añadido a la empresa y un atractivo a la hora de confiar en sus productos y servicios por parte de dichos clientes. No obstante, dada la inviabilidad de muchos de sus proyectos, considerados prácticamente irrealizables, los acreedores e inversores comenzaron a presionar con el fin de conseguir sanear la empresa desde el punto de vista financiero. Esto perjudicó gravemente a la reputación de Reyal-Urbis, denotando una mala dirección por parte del equipo gestor.

- **Problemas Estratégicos Relevantes (Actuales y Futuros).**

Finalmente, habiendo discutido las cuestiones anteriores se han de observar los problemas estratégicos a los que la empresa se enfrenta para buscar cómo solventarlos o ver si a través de algún cambio en la estrategia de la empresa se podrán paliar las consecuencias que esos problemas hayan causado sobre los resultados de la promotora.

Hemos de estudiar la confianza de los clientes y de los proveedores, viendo si los segundos mantendrían los términos y condiciones establecidos en los contratos. También se tiene que prestar atención a la seguridad presumida por los acreedores y accionistas sobre sus inversiones en la empresa, y ver si éstos apoyarían a Reyal-Urbis ante un nuevo proyecto estratégico.



La confianza de los clientes y proveedores se vio reducida por los problemas estratégicos que habían llevado a Reyal-Urbis al sobreendeudamiento y la inviabilidad del proyecto adoptado. Los malos resultados económicos y la falta de capacidad para pagar sus deudas en los términos acordados llevaron a Reyal-Urbis a entrar en quiebra y presentar concurso de acreedores.

A día de hoy la empresa se encuentra en fase liquidación dada la falta de vías alternativas para la consecución de su reestructuración. Esto refleja el resultado de la negativa por parte de los acreedores a aceptar el PV propuesto por la empresa.

A continuación se pretende estudiar las cuentas de resultados y balances y posteriormente realizar hipótesis con las que poder aplicar proyecciones financieras que pudieran ser una alternativa a la estrategia llevada a cabo hasta ahora.

#### **4.3. VALORACIÓN FINANCIERA**

Para que cualquier empresa funcione en el corto y largo plazo, es imprescindible presentar una estructura financiera robusta que asegure su sanidad económica y financiera, así como su continuidad en el mercado.

La mayor parte de las empresas tienen un objetivo principal: el beneficio monetario. Ésta no puede lograr dicho beneficio en el largo plazo si no mantiene sus cuentas saneadas y si su actividad no le reporta los ingresos necesarios para cubrir los costes que le genera dicha actividad.

Por ello, es imprescindible realizar un análisis del estado financiero de la empresa para evaluar datos como la solvencia patrimonial que presenta, la estructuración de sus deudas, su liquidez o la rentabilidad de sus actividades.

##### **4.3.1. EVOLUCIÓN DEL ESTADO DE LA CUENTA DE RESULTADOS**

A la hora de medir el rendimiento de la actividad de la empresa y su rentabilidad, se ha de acudir principalmente a la cuenta de pérdidas y ganancias, lo que nos permite observar a priori si una empresa ha obtenido un margen de beneficios óptimo o si, por el contrario, los resultados obtenidos reflejan pérdidas.

A primera vista y basándonos en los resultados netos, se puede observar que, salvo el año 2007, desde el año 2008 en adelante las cuentas reflejan pérdidas consecutivas que dejan entrever el porvenir en la empresa dado que una empresa sin beneficios no es sostenible pues este es el principal objetivo buscado.

Realizando un análisis horizontal, se puede observar una clara tendencia bajista en el volumen de ventas y otros ingresos operacionales hasta el año 2012, lo que repercute directamente en el descenso del EBIT. No obstante en el año 2013, pese al descenso continuado de los ingresos, el EBIT muestra un ligero crecimiento, y esto es debido a la notable reducción de los costes operacionales. Desde dicho año el EBIT evoluciona favorablemente, pero no deja de reflejar pérdidas todos los años, y esto es debido al

coste de los bienes vendidos y de los servicios ofrecidos, mayor que los beneficios obtenidos.

Además, hemos de sumarle a esto la gran repercusión negativa causada por los altos gastos financieros soportados por la empresa, que muestran en consecuencia unos resultados antes de impuestos negativos durante los 10 años analizados.

En cuanto al análisis vertical de las cuentas, podemos corroborar el problema observado con anterioridad, fijándonos en los márgenes de beneficios operacionales, siendo el más elevado en el año 2007 (21,1% sobre el volumen de ingresos operacionales), y viendo claramente que el principal problema de la empresa es el peso que tienen los costes operacionales sobre los ingresos, siendo en más de un periodo mayores que dichos ingresos. Lo que denota la inviabilidad de las actividades de la empresa sin duda es la relevancia de los gastos financieros, llegando a representar el 1421% sobre el volumen de ingresos. Esto demuestra el índice de cobertura de las P/G operacionales sobre los intereses generados por las deudas, viendo que a priori la empresa sería incapaz de cubrir dichos gastos con los ingresos (y más teniendo en cuenta que el EBIT es negativo).

Si analizamos la rentabilidad financiera (Return On Equity, por sus siglas en inglés: ROE), este indicador nos muestra cómo desde el año 2008 hasta el año 2016, la empresa se ha visto incapaz de utilizar sus recursos propios correctamente para la generación de ingresos, lo cual causa pérdidas de patrimonio a los accionistas e inversores.

En cuanto al análisis del retorno de la inversión (ROA, Return on Assets en inglés), éste muestra la capacidad de la empresa para generar ingresos mediante la gestión de sus activos, y en este caso en particular los resultados reflejan una mala gestión de los mismos por parte de Reyál Urbis, no sólo reflejando resultados inferiores al 5% (valores que se considerarían óptimos), sino llegando a mostrar porcentajes negativos.

Si analizamos el Período Medio de Cobro y de Pago, PMC y PMP respectivamente, se observa normalidad en el proceso de generación de efectivo, siendo desde el año 2007 mayor el PMP que el PMC (reflejado en días). Esto quiere decir que la empresa cobra a sus deudores antes de pagar a sus acreedores, lo que es un buen indicador para la generación de efectivo.

Si observamos los coeficientes de margen de beneficios, se puede observar que desde el año 2007, todos los resultados previos al pago/deducción de impuestos son negativos, lo que quiere decir que con la generación de los ingresos operacionales actuales, la empresa no es capaz de generar beneficios (véase análisis del coeficiente de margen de beneficio, Anexo 9.4). No sólo es un problema por este motivo, sino que se observa también desde el año 2010 que los gastos de los bienes vendidos eran mayores que los propios ingresos operacionales, mostrando ya un beneficio bruto negativo (coeficiente de margen bruto, Anexo 9.4), debido a la baja calidad de los activos de la empresa como se comenta ya previamente, lo que afecta directamente de forma negativa al precio final del producto, manteniendo los costes de adquisición de estos productos elevados.

#### 4.3.2. ESTADO DE LOS FLUJOS DE CAJA

El Flujo de Caja Libre (FCL), también denominado Flujo de Caja Neto (FCN), mide la cantidad de efectivo disponible de la empresa para remunerar a sus inversores mediante el pago de dividendos o para cubrir deudas mantenidas con los acreedores, una vez realizadas las inversiones pertinentes en inmovilizado y cubiertas las necesidades del fondo de maniobra. Esto quiere decir que, el FCL es el principal indicador en el que se fijarán los inversores y acreedores pues no solo reporta beneficios a la empresa, sino que supone la fuente de ingresos de los mencionados.

Si analizamos el FCL de Reyál Urbis desde el año 2007, se puede observar que los resultados obtenidos muestran flujos de entrada y salida de efectivo, que de cara al inversor pueden suponer problemas en la valoración de la inversión (inconsistencia en la valoración). Desde el año 2010 se muestra una desinversión en activos fijos lo que puede suponer un enfoque positivo para los acreedores e inversores, pues afecta positivamente al resultado del FCL y por tanto a la posibilidad de que éste sea positivo y les reporte ingresos. Sin embargo, dados los Flujos de Caja Operativos negativos, pese a registrar desinversiones en el capital circulante desde el año 2011 que hacen que los resultados de los FNC fluctúen positiva y negativamente, dichos resultados vienen a reflejar la falta de liquidez de la empresa, que va disminuyendo su activo circulante y su activo fijo sin modificar apenas el nivel de pasivo mantenido. Esto muestra los problemas de solvencia a largo plazo que la empresa ha mostrado a lo largo de estos últimos años.

#### 4.3.3. INTERPRETACIÓN DEL BALANCE GENERAL

El análisis del balance general (BS) nos permite visualizar cómo está estructurada la empresa y así evaluar si la financiación que mantiene es sostenible o puede causar problemas en el corto o largo plazo. Se va a observar principalmente si la situación financiera pasada y presente de Reyál-Urbis es equilibrada o inestable, y para ello analizaremos horizontal y verticalmente el balance como hicimos previamente con el estado de P/G.

Se observa en el BS que el activo circulante se va reduciendo progresivamente, así como el pasivo corriente hasta 2011, año en el que se eleva hasta superar ampliamente dicho activo circulante, lo que denota una situación de desequilibrio financiero temporal, que se alarga en el tiempo hasta el año 2016. Esto viene a indicar que la situación financiera de la empresa había entrado entonces en un periodo de inestabilidad continuado que indicaba la inviabilidad de la forma de financiación de la empresa. Hasta ahora, lo indicado podía denotar una inestabilidad controlable, pero el problema que arrastra desde el año 2010, cuando el pasivo total, descontando los fondos propios, superaba el activo total y dicho patrimonio de los accionistas o fondos propios era negativo, indicando la situación de máxima inestabilidad financiera; esta situación terminó arrastrando a la empresa a la insostenibilidad debido a la quiebra técnica en la que se encontraba inmersa, y por ello terminó declarando concurso de acreedores en 2013.

Si nos fijamos en el peso de las deudas a corto plazo, se puede ver que ya desde 2012 éstos eran incluso mayores que el total de pasivo y fondos propios juntos, y esto es debido al patrimonio neto negativo, dado que con dichos fondos propios se habían cubierto hasta el momento las deudas mantenidas; la solución que a priori debería proponer la empresa sería una ampliación de capital.

En cuanto a la liquidez, factor de solvencia a corto plazo, el ratio de liquidez nos permite ver que la empresa, hasta el año 2011, era capaz de afrontar sin problemas la cobertura de sus deudas a corto plazo con los activos más líquidos que poseía, pero desde el año 2012 se ve incapaz de afrontar la cobertura de dichas deudas con estos activos.

Previamente, en el apartado 4.3.1, se mencionan los buenos índices de PMC y PMP para afrontar la cobertura de los pagos a acreedores mediante el cobro previo a deudores, pero no se tiene en cuenta si con el cobro a estos deudores se pagarían las deudas totales mantenidas con los acreedores. En este caso, los resultados son negativos para Reyal Urbis, pues desde el año 2007 mantienen mayores cuentas a pagar que cuentas a cobrar (Anexo 9.4, “Financiación de clientes por proveedores”).

Analizando la solvencia patrimonial y la estructura de financiera de la empresa, observamos tres coeficientes esenciales para medir la calidad de la deuda:

- La estructura de la deuda mide la proporción de deuda a largo plazo sobre deuda a corto plazo. En el caso de Reyal Urbis la estructura fluctuó año a año hasta el año 2012, donde prácticamente la deuda a largo plazo se desvanece y se convierte todo su pasivo en deuda a corto plazo, debido a la desconfianza de los acreedores que mantenían sobre la empresa.
- El ratio de endeudamiento y el ratio de capital (Equity Ratio), son ratios complementarios que reflejan la proporción de pasivo y de fondos propios sobre los activos totales, respectivamente. En este específico caso, Reyal Urbis muestra desde el año 2010 unos fondos propios negativos, queriendo indicar con ello que el total de activos se financiaban con recursos ajenos, situación insostenible a largo plazo para la empresa.
- La calidad de la deuda muestra la proporción de deuda a corto plazo, en porcentaje, sobre el total de pasivo y fondos propios (FFPP). Reyal Urbis mantenía porcentajes regulares con ligeros repuntes como el del año 2009, pero ya en 2012 la empresa mostraba deuda a corto plazo superior al total de pasivo y FFPP (básicamente debido a los FFPP negativos), y esto significaba para la empresa la dedicación total de su actividad a cubrir deudas que ni siquiera iba a poder pagar en el medio plazo. Esto significó, como bien se menciona previamente, el concurso voluntario presentado al año próximo por parte del grupo, visto que no eran capaces de afrontar el sobreendeudamiento al que se enfrentaban.

El D/E Ratio, o coeficiente de endeudamiento muestra la proporción de deudas totales ligadas a intereses y otros gastos financieros sobre los fondos propios de la empresa, y en el caso de Reyal Urbis durante toda su actividad ha reflejado unos resultados negativos, pues dichas deudas son desde el año 2007 superiores a los fondos propios, por lo que la empresa no podría cubrirlas en caso de tener que recurrir a los fondos propios para ello. Lo mismo ocurre desde el año 2012 con el coeficiente de relación deuda-activos (D/A Ratio), pues desde este año la empresa se ve incapaz de saldar las deudas ligadas a intereses con el total de sus activos independientemente de su liquidez, mostrando en ambos casos insolvencia.

Si analizamos el ratio de apalancamiento financiero, observamos que no siendo un valor cercano a la unidad en ningún periodo desde el año 2007 (lo cual reflejaría una financiación interna de los activos) vemos una estructura empresarial que refleja financiación externa en su mayoría, lo cual causó una situación insostenible de sobreendeudamiento para el grupo.

#### 4.3.4. GRADO DE APALANCAMIENTO OPERATIVO Y ANALISIS DEL PUNTO MUERTO

El punto muerto, también denominado *umbral de rentabilidad* o en su variante inglesa *Break-Even Point (BEP)*, muestra el mínimo de ventas que la empresa ha de tener para no generar ni pérdidas ni beneficios (Singh, Deshpande, 1982) . Es decir, mide el punto en el que los ingresos equivalen al total de los gastos.

Singh y Deshpande dejan entrever que el objetivo principal de este estudio es medir la sensibilidad de la empresa antes de incurrir pérdidas si el volumen de ventas desciende.

El grado de apalancamiento operativo (GAO), mide la sensibilidad de la empresa en cuanto a sus gastos operativos en caso de una variación en el volumen de ventas (Van Horne, Wachowicz, 2002). Según indican Van Horne y Wachowicz, éste ha de calcularse sobre los gastos operativos fijos en el corto plazo, pues a largo plazo todos los costes pueden ser variables.

Si aplicamos la fórmula simplificada del GAO, donde dividimos el resultado operacional bruto y la utilidad antes de impuestos e intereses, podemos observar (Anexo 9.5, "GAO") que años como en el 2011, para alcanzar el punto de equilibrio, o *Break-Even Point (BEP)*, la empresa debería reducir su nivel operacional un 54%, pero años como en el 2013, debería reducirlo en un 804%, lo cual es inviable pues no puede obtener ingresos negativos. Esto muestra el grado de apalancamiento operativo que tiene la empresa, mostrando lo sensible que es frente a la variación del volumen operacional, no mostrando margen de maniobra ante esta situación.

#### 4.3.5. Z-SCORE ALTMAN: DISTANCIA AL FRACASO FINANCIERO

El modelo de Z-Score, representa un modelo lineal que toma múltiples variables para poder medir la proximidad de una empresa al fracaso financiero (Abad, Arquero, Jiménez, 2007). Como bien indicó Altman, este instrumento financiero sólo sirve para la predicción, pero deja de lado la explicación de las causas que puedan haber llevado a

las empresas al fracaso. Además, otro problema al que se enfrenta esta analítica es el sesgo al que están sometidos los resultados contables por parte de la empresa para distorsionar una posible mala imagen de dicha empresa, y esto reduce la fiabilidad del estudio. No obstante, no deja de ser una herramienta útil y de gran fiabilidad si los datos proporcionados son los correctos.

El Z-Score se basa en el análisis de ciertos ratios ponderados que reflejan un valor final el cual puede indicar desde la baja probabilidad de fracaso financiero hasta la probabilidad elevada según muestra la siguiente tabla:

**Tabla 2: Valores adoptados en el Z-Score y su significado**

Rango de Valor	Probabilidad
$Z > 3$	Poco Probable
$2,7 < Z < 3$	Alerta
$1,8 < Z < 2,7$	Probabilidad Moderada
$Z < 1,8$	Probabilidad Elevada

Fuente: elaboración propia

En el caso del grupo Reyal Urbis, observamos desde el año 2007 hasta el año 2009 como la probabilidad de fracaso financiero iba aumentando desde una situación de alarma financiera hasta mostrar una elevada probabilidad de fracaso. No obstante, los dos años posteriores mostraron valores óptimos debido a la transformación de sus deudas financieras del corto plazo al largo plazo, lo que repercutió positivamente en el valor final. Sin embargo, desde el año 2012 en adelante la empresa volvió a retomar la estructura de pasivo que mantenía previamente y esto influyó negativamente en el resultado, pudiendo observar como la empresa se sumergía de nuevo en la senda del fracaso financiero que culminaría con el concurso de acreedores del año 2013.

#### 4.4. ANÁLISIS DAFO

A la hora de realizar un análisis de la situación de la empresa, se recurre a esta herramienta, la cual permite plasmar los puntos fuertes y débiles tanto de la organización en sí como de su entorno externo (Olivera, Hernández, 2011). Esto es, la culminación práctica del análisis del entorno interno y externo de la empresa. En definitiva, se trata de un conjunto de instrumentos analíticos útiles desde un punto de vista prospectivo-indagatorio mediante la detección de problemas, y desde un punto de vista más proyectivo-promovedor con la búsqueda de soluciones (Zafra, 2001).

Como se indica previamente y bien señalan Olivera y Hernández, las oportunidades y amenazas corresponden a los factores de la organización que afectan de manera externa, mientras que las debilidades y fortalezas se deben a las características de la empresa desde el ámbito interno de la misma. Una vez se han especificado los cuatro factores incidentes, se ha de realizar la matriz que evalúa el nivel de interacción entre dichos factores. A continuación se analizan los factores con respecto a Reyal-Urbis para poder analizar los problemas y dar paso a la proyección futura de una estrategia remodelada:

**1.-Debilidades:** son los factores internos de la empresa que sitúan a ésta en una situación desfavorable con respecto a sus competidores.

- La baja calidad de muchos de sus activos ha repercutido negativamente en los resultados netos de la empresa y a nivel de reputación le ha causado la pérdida de prestigio dentro del sector.
- La inviabilidad de muchos de sus proyectos ha causado estragos a la hora de atraer nuevos inversores, lo que en muchos aspectos ha obligado a la empresa a paralizar o abandonar proyectos con los que contaba dentro de su plan estratégico.
- Reyal-Urbis acusó problemas hasta el año 2016 por el elevado endeudamiento que mantenía, que como bien hemos visto antes en el análisis financiero, a la empresa le era inviable saldar con la actividad que hasta esa fecha realizaba.

**2.-Amenazas:** situaciones que provienen del ámbito externo de la compañía y que pueden afectar negativamente a su actividad.

- Nuevos competidores en el sector que adquirieron sus activos a precios menores por lo que tienen una ventaja competitiva en costes.
- Los servicios de alquiler online y plataformas de economía colaborativa están en auge, lo que repercute negativamente sobre las actividades de alquiler de viviendas y la hostelería.

**3.-Fortalezas:** al contrario que lo que ocurría con las amenazas, las fortalezas muestran los aspectos de la empresa que destacan sobre sus competidoras, aportando posibles ventajas competitivas.

- Dado el amplio *Product Mix* que presenta Reyal Urbis, los clientes tienen la posibilidad de acceder a prácticamente cualquier producto o servicio inmobiliario a través de la empresa, lo que aporta una imagen positiva de cara a estos clientes.
- Tienen amplia experiencia en el sector, pues la compañía es fruto de la fusión de dos empresas con larga trayectoria en el mercado inmobiliario español.

**4.-Oportunidades:** son hechos relevantes del ámbito externo de la empresa que si ésta sabe detectar y explotar, pueden aportar grandes beneficios.

- La economía española está recuperándose, aunque lentamente, de manera constante, y la constante llegada de inmigrantes y el crecimiento del empleo no precario fomentan la demanda de los consumidores.

- Internet es una herramienta clave en la sociedad española a día de hoy, lo que puede aportar posibilidades de venta de bienes y servicios si la empresa decide invertir en I+D y desarrollar una plataforma de *e-commerce*.
- El cambio sociocultural en España ha hecho ver que no es necesario tener en posesión una casa para demostrar poder adquisitivo y riqueza como antaño se podía pensar, y las familias tienden más a apostar por la vivienda en alquiler que por el endeudamiento hipotecario que les supone comprar una vivienda, debido a que el alquiler les aporta mayor flexibilidad geográfica y mayor toma de decisión sobre sus gastos, por lo que éste sector se encuentra en auge.

## **5. PRESENTACIÓN DE PLAN DE VIABILIDAD: OBJETIVOS**

A continuación se va a desarrollar un PV cuyo objetivo principal es ver qué cabe esperar del futuro de Reyal Urbis y qué puede ocurrir planteando ciertas hipótesis de reestructuración estratégica, viendo cómo evolucionaría financieramente la empresa.

Como bien indican Graell y Codina, las motivaciones principales de dicho plan son la continuidad de las diferentes unidades productivas de Reyal-Urbis, ya sea por razones de patrimonio y evitar pérdidas económicas mayores, como por recuperar la inversión por parte de los acreedores.

### **5.1. CONCLUSIONES DE LA SITUACIÓN ACTUAL DE REYAL-URBIS**

Diversos factores previamente señalados han causado el progresivo desgaste de la empresa desde el punto de vista operacional y financiero: la caída de la demanda por la crisis financiera, el sobreendeudamiento de la empresa, la mala gestión de activos de baja calidad y proyectos de dudosa viabilidad, entre muchos otros, han sido los causantes de la caída de la inmobiliaria.

Actualmente, la empresa ha entrado en fase de liquidez y por tanto su actividad ha cesado y ésta se encuentra en disolución, pero el propósito del PV que se va a desarrollar es ver un posible escenario, positivo o no, situándonos en el año 2016 y proyectando los estados financieros desde dicho año en adelante hasta 2019, sin tener en cuenta dicha liquidación permaneciendo ajenos a la evolución actual real de la empresa.

### **5.2. ESTABLECIMIENTO DE HIPÓTESIS: ESTRATEGIAS PREVISTAS**

Para poder realizar una proyección futura de los estados contables de la empresa se van a establecer dos variables, una optimista y una pesimista, que ayuden a esclarecer el futuro del estado financiero de la empresa y presentar unos resultados que podrían haber sido tomados en cuenta a la hora de la negociación con los acreedores para la viabilidad del proyecto estratégico de Reyal Urbis.



- **Variable exógena en un escenario optimista:** debido al crecimiento de la economía española y la creación estable de empleo, el crecimiento de la demanda y el aumento del precio en el sector inmobiliario fomentan el incremento de ingresos sobre la venta de viviendas, que en los últimos años muestra un crecimiento progresivo y estable. Factores causantes de dicho crecimiento en la demanda son el repunte de la concesión de créditos hipotecarios con el Euribor en mínimos históricos (-0,19%) y el incremento en la venta de viviendas de segunda residencia, según datos del informe de la situación inmobiliaria de España de BBVA Research, Mayo 2018. Si extrapolamos los datos globales del sector a Reyal Urbis, se podrían realizar estimaciones de un incremento en la demanda del 12%, 7% y 6% en los años 2017, 2018 y 2019 respectivamente, y un incremento de los precios del 2,4%, 5% y 6% en los mismos años respectivamente (datos del año 2019 estimados siguiendo la tendencia alcista de los dos años previos en la estimación del incremento de demanda y precio). Como alternativas complementarias la empresa podría solicitar una carencia total de la deuda a corto y medio plazo, lo que reduciría los gastos financieros sobre los periodos estimados a 0.
- **Variable exógena en un escenario pesimista:** de acuerdo con el informe emitido por la entidad Standard & Poors, la economía española favorecería el crecimiento del sector inmobiliario, pero de forma más moderada dados ciertos aspectos tales como la situación de tensión política en España o la subida de los tipos de interés a partir de 2018 tras haber tocado mínimos en 2017. Si a esto le añadimos una situación en la que no se estimase la carencia de gastos financieros a medio plazo, estaríamos ante una situación de inestabilidad para la empresa.

Además, con la nueva norma contable NIIF-IFRS 16, que afecta directamente al arrendamiento de bienes inmuebles, las empresas ya no muestran interés por la práctica de arrendamiento conocida como *Sale and Leaseback*, Reyal Urbis puede ver perjudicada su actividad de alquiler de naves y locales comerciales. No obstante, la empresa puede tomar oportunidad de la situación negativa y revertirla, pues puede reconvertir su actividad de gestión patrimonial mediante arrendamientos en venta de inmuebles comerciales, lo que a priori podría afectar positivamente al nivel de ventas, causando una repercusión positiva en los resultados contables de la empresa.

### 5.3. PROYECCIONES FINANCIERAS: ANÁLISIS DE RESULTADOS

El análisis de los resultados obtenidos en la proyección financiera a 3 años vista (desde el año 2017 hasta el año 2019) muestran cómo hubieran sido los resultados si las hipótesis previamente expuestas se hubieran cumplido. En ambos casos, el flujo de efectivo total generado en el periodo previo se ha destinado a la reducción de pasivo a corto plazo, por lo que el saldo inicial del periodo siguiente es nulo y no refleja efectivo de periodos previos.

Pese a que estos puedan no reflejar resultados muy positivos a corto plazo para el acreedor (véase anexo 9.7), si se muestra una evolución favorable de los mismos podría causar una tendencia optimista en la toma de decisión de los acreedores, que favorecería posteriormente a la negociación del PV. Se ha de tener en cuenta la situación actual de la empresa, difícilmente reversible a corto o medio plazo y con ello realizar proyecciones mínimamente realistas, que pese a reflejar pérdidas o posibles ganancias no sustanciales, puedan fomentar la aceptación de los acreedores negociando así los términos de pago de las deudas mantenidas.

Por otro lado, si la situación finalmente obtenida fuese la del escenario pesimista, la empresa se enfrentaría a mayores problemas financieros de los que ya tenía, causando inestabilidad que presumiblemente provocaría el fin de la empresa mediante su liquidación total.

## **6. PROBLEMÁTICA DEL ESTUDIO**

Ante el estudio estratégico y financiero de Reyal Urbis y el posterior desarrollo del modelo de proyección con las hipótesis indicadas previamente, se han de mencionar tres principales problemas encontrados no sólo aplicables a este proyecto en concreto, sino que son extrapolables a cualquier PV que se deba desarrollar:

- El planteamiento de las hipótesis y variables a tener en cuenta siempre será sesgado si éste plan de viabilidad no está desarrollado por alguien ajeno al resultado final de Reyal Urbis, pues sino siempre se tenderá a un enfoque optimista y más en un caso como este en el que el futuro de la empresa depende directamente del PV.
- Existe una problemática posterior al desarrollo del PV: la negociación con los acreedores, que estará sujeta a la subjetividad en la interpretación de los resultados de la proyección mostrada en el PV. Aunque los resultados muestren una evolución positiva de la actividad de la empresa a medio plazo, la decisión de los acreedores puede ser contraria a la aceptación, pues éstos pueden mostrar intereses opuestos a los de la propia empresa (Graell, Codina, 2010). Además, como Graell y Codina indican, la falta de resultados históricos positivos para los acreedores pueden hacer que estos adopten una actitud reticente ante la continuación de la actividad, prefiriendo dar por perdido el crédito.
- No es suficiente con analizar un número limitado de variables exógenas, pues éstas dejan poco margen de control a la empresa ante posibles variaciones, por lo que sería importante incluir variables operativas (o endógenas). Sino, el resultado se mostraría muy limitado y expuesto a cualquier cambio, causando mayor incertidumbre sobre las proyecciones contables realizadas y con ello generando desconfianza por parte de los acreedores.

## **7. CONCLUSIONES**

Pese a los malos resultados históricos de la empresa que le han llevado a la situación concursal, tras haber realizado las proyecciones financieras sobre un escenario optimista basado en el actual desarrollo positivo del sector inmobiliario y de la economía española en su totalidad, podemos afirmar que si las decisiones sobre el PV se hubieran tomado hoy, es probable que los acreedores no hubiesen optado por la liquidación de Reyál Urbis y sin embargo se hubiese tomado en su lugar una decisión de quita y espera, concediendo así a la empresa un aplazamiento de las deudas desahogando su actividad y fomentando la recuperación.

La necesidad de mostrar unos estados financieros contables saneados a largo plazo es el punto clave necesario para la aceptación del PV por parte de los acreedores, y si bien no vemos una recuperación total a tres años vista de la empresa (mediante la proyección), dados los resultados de la proyección podemos afirmar que la empresa habría entrado en el camino de la recuperación paulatina y constante que a la larga podría demostrar la viabilidad del plan estratégico de ésta. A día de hoy es imprescindible tener en cuenta también la notable recuperación económica que el sector inmobiliario está experimentando.

En mi opinión, la opción de quita y espera hubiera sido acertada si los acreedores la hubiesen adoptado el PV en lugar de dar por perdido el crédito concedido y esperar únicamente a recuperar el remanente de la liquidación de sus activos.

## 8. BIBLIOGRAFÍA

- ***Libros y manuales:***

Abad, C., Arquero, J. L., & Jiménez, S. (2008). Fracaso empresarial: Características y tipos. Madrid: Asociación Española De Contabilidad Y Administración De Empresas.

Graell, J. R., & Codina, S. B. (2010). EL PLAN DE VIABILIDAD: Guía práctica para su elaboración y negociación. Profit Editorial.

Grant, R. M., & Jordan, J. J. (2015). Foundations of strategy. John Wiley & Sons.

Jaffe, R. W. (2012). Finanzas corporativas. 8va Edición, Mc Graw Hill.

Porter, M. E. (2009). Estrategia competitiva: Técnicas para el análisis de las empresas y sus competidores. Madrid: Pirámide.

Suárez-González, I., & Fernández, Z. (1996). La estrategia de la empresa desde una perspectiva basada en los recursos.

Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2002). Fundamentos de administración financiera. Pearson Educación.

Walsh, C., Rodríguez, C. M., & Nickel, M. N. (2001). Ratios fundamentales de gestión empresarial: Cómo analizar y controlar los aspectos que marcan el valor de las empresas. Prentice Hall.

Zafra, M. A. G. (2001). Planificación estratégica: “método dafo “. Prácticas Locales De Creatividad Social. El Viejo Topo.

- ***Artículos, páginas web e informes:***

Akin, O., Montalvo, J. G., Villar, J. G., Peydró, J., & Raya, J. M. (2014). The real estate and credit bubble: Evidence from Spain. SERIES.

<https://link.springer.com/article/10.1007/s13209-014-0115-9>

Armas, R. J. D., Taño, D. G., & Rodríguez, F. J. G. (2014). Airbnb como nuevo modelo de negocio disruptivo en la empresa turística: Un análisis de su potencial competitivo a partir de las opiniones de los usuarios.

<https://www.aecit.org/files/congress/18/papers/29.pdf>

Bayón, Á., & Simón, P. M. (2018). El alquiler disparará la deuda de las empresas cotizadas por una norma contable.

[https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/05/08/mercados/1525791316\\_439919.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/05/08/mercados/1525791316_439919.html)

Bernardos Domínguez, G. (2009). Creación y destrucción de la burbuja inmobiliaria en España. Información Comercial Española. Revista De Economía ICE.

<http://diposit.ub.edu/dspace/handle/2445/53144>

Comunicación de la comisión. (2004). Luxemburgo: OPOCE.

<http://bookshop.europa.eu/uri?target=EUB:NOTICE:CM9896897:ES:HTML>

Cortés, D., Duque, L., & Lores, F. (2018). Infografía situación inmobiliaria España. Mayo 2018.

<https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/situacion-inmobiliaria-espana-mayo-2018/>

Cortés, D., Duque, L., & Lores, F. (2018). Situación inmobiliaria España. Mayo 2018.

[https://www.bbvaresearch.com/wpcontent/uploads/2018/05/Situacion\\_Inmobiliaria\\_may18.pdf](https://www.bbvaresearch.com/wpcontent/uploads/2018/05/Situacion_Inmobiliaria_may18.pdf)

Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. Journal of Accounting and Economics.

Delgado, C. (2017, Sep 5,). Rey al urbis protagoniza la segunda mayor liquidación de la historia empresarial de España. El País.

[https://elpais.com/economia/2017/09/05/actualidad/1504604876\\_481344.html](https://elpais.com/economia/2017/09/05/actualidad/1504604876_481344.html)

Ernst & Young S.L. (2016). Implementación de la NIIF-IFRS 16 (arrendamientos).

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-implementacion-niif-16-arrendamientos/\\$File/EY-implementacion-NIIF-16.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-implementacion-niif-16-arrendamientos/$File/EY-implementacion-NIIF-16.pdf)

Europa Press. (2018). S&P cree que las "fuertes" condiciones económicas de España ayudarán a reducir el 'stock' de viviendas.

<http://www.europapress.es/economia/construccion-y-vivienda-00342/noticia-sp-cree-fuertes-condiciones-economicas-espana-ayudaran-reducir-stock-viviendas-20180207125406.html>

García Montalvo, J. (2009). Financiación inmobiliaria, burbuja crediticia y crisis financiera. Papeles de economía española.

<http://www.econis.eu/PPNSET?PPN=620103612>

Lamet, J. M. (2017). S&P: El precio de la vivienda seguirá subiendo hasta 2020.

<http://www.expansion.com/economia/2017/08/02/5980d36fca47414a678b45af.html>

Llanos Matea, M. (2015). La demanda potencial de vivienda principal.

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/15/Fich/do1504.pdf>

López, E. R. (2011). Del auge al colapso. el modelo financiero-inmobiliario de la economía española (1995-2010). Revista De Economía Crítica.

Martín, F. G. (2004). El convenio y el plan de viabilidad en la nueva ley concursal. AECA: Revista De La Asociación Española De Contabilidad Y Administración De Empresas.

Mascarenas, J. (2001). Análisis del apalancamiento. Universidad Complutense De Madrid.

El modelo inmobiliario español y sus consecuencias. (2001). Ecosistemas: Revista Científica Y Técnica De Ecología Y Medio Ambiente.

<http://dialnet.unirioja.es/servlet/oaiart?codigo=826906>

Naredo, J. M. (1996). La burbuja inmobiliario-financiera en la coyuntura económica reciente, 1985-1995. Siglo XXI de España Editores.

OECD (2018), permanent immigrant inflows (indicator).

<http://data.oecd.org/migration/permanent-immigrant-inflows.htm>

OECD (2018), poverty rate (indicator).

<http://data.oecd.org/inequality/poverty-rate.htm>

OECD (2018), social spending (indicator).

<http://data.oecd.org/socialexp/social-spending.htm>

Olivera, A. D. & Hernández, I. M. (2011). El análisis DAFO y los objetivos estratégicos. Contribuciones a La Economía.

<http://www.eumed.net/ce/2011a/domh.htm>

Politi, J. (2018). Italy's drift; Merkel's resolve; and Spain's riches.

<https://www.ft.com/content/0ff1a78e-4454-11e8-803a-295c97e6fd0b>

Porter, M. E. (1979). How competitive forces shape strategy.

<http://faculty.bcitbusiness.ca/KevinW/4800/porter79.pdf>

Europa Press (2017). Rey al Urbis desbloquea su concurso al lograr que un juez acepte su plan de pago de deuda.

<http://www.publico.es/economia/reyal-urbis-desbloquea-concurso-lograr.html>

Probuen Advisory (2017). REYAL-URBIS: ¿Podía haber tenido viabilidad?

<https://www.probuen.es/blog/reyal-urbis-podia-haber-tenido-viabilidad/>

Roberts, J. M. (2017). Spain: Moving from recovery to greater economic freedom.

<https://www.heritage.org/international-economies/report/spain-moving-recovery-greater-economic-freedom>

Ruiz, R. (2017). Las inmobiliarias, el nuevo sector estrella en bolsa.

<http://www.expansion.com/mercados/2017/12/06/5a0c32c2e2704ed75c8b45ef.html>

Ruiz, R. (2017). El juez inicia la liquidación de Rey al Urbis.

<http://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2017/09/05/59ae683e46163fb8438b4656.html>

Ruiz, R. (2017). Rey al urbis entra en liquidación once años después de su nacimiento.  
<http://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2017/06/20/59492af1e5fdea572e8b461b.html>

Spain - OECD data.  
<http://data.oecd.org/spain.htm>

## 9. ANEXOS

### 9.1. BALANCE DE SITUACIÓN 2007-2016

	ACTIVOS									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Activos fijos</b>	<b>1.414.800</b>	<b>1.499.176</b>	<b>1.499.688</b>	<b>909.322</b>	<b>728.246</b>	<b>590.715</b>	<b>385.810</b>	<b>325.397</b>	<b>287.652</b>	<b>272.482</b>
Inmovilizado inmaterial	48.138	42.867	39.208	35.777	41.398	31.900	16.236	14.981	14.918	14.879
Inmovilizado material	424.316	464.061	447.510	49.474	25.204	16.545	14.936	17.650	13.019	9.523
Otros activos fijos	942.346	992.248	1.012.970	824.071	661.644	542.270	354.638	292.766	259.715	248.080
<b>Activo circulante</b>	<b>7.460.327</b>	<b>5.023.236</b>	<b>4.214.539</b>	<b>3.413.052</b>	<b>3.094.442</b>	<b>2.267.458</b>	<b>1.634.826</b>	<b>1.020.393</b>	<b>952.808</b>	<b>950.160</b>
Valores	8.120	24.895	22.890	3.180	3.729	1.725	1.754	681	4	4
Deudores (AR)	151.326	49.439	23.748	25.058	13.205	8.600	7.076	5.625	4.907	4.556
Otros activos corrientes	7.300.881	4.948.902	4.167.901	3.384.814	3.077.508	2.257.133	1.625.996	1.014.087	947.897	945.600
<b>Efectivo y equivalentes</b>	<b>154.842</b>	<b>279.622</b>	<b>140.234</b>	<b>144.138</b>	<b>56.033</b>	<b>23.721</b>	<b>37.871</b>	<b>18.529</b>	<b>17.909</b>	<b>33.161</b>
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>8.875.127</b>	<b>6.522.412</b>	<b>5.714.227</b>	<b>4.322.374</b>	<b>3.822.688</b>	<b>2.858.173</b>	<b>2.020.636</b>	<b>1.345.790</b>	<b>1.240.460</b>	<b>1.222.642</b>
	PASIVOS Y FFPP									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Fondos de los accionistas</b>	<b>1.117.130</b>	<b>197.600</b>	<b>53.052</b>	<b>-353.119</b>	<b>-734.066</b>	<b>-1.628.462</b>	<b>-2.440.074</b>	<b>-3.089.915</b>	<b>-3.245.651</b>	<b>-3.402.482</b>
Capital	2.922	2.922	2.922	2.922	2.922	2.922	2.922	2.922	2.922	2.922
Otros accionistas de fondos	1.114.208	194.678	50.130	-356.041	-736.988	-1.631.384	-2.442.996	-3.092.837	-3.248.573	-3.405.404
<b>Pasivos no corrientes</b>	<b>3.040.673</b>	<b>3.908.542</b>	<b>948.643</b>	<b>3.726.216</b>	<b>3.813.703</b>	<b>181.373</b>	<b>155.207</b>	<b>144.163</b>	<b>130.588</b>	<b>132.533</b>
Deuda a largo plazo	2.660.355	3.405.021	328.249	3.146.793	3.242.285	683	0	0	1.288	1.288
Otros pasivos no corrientes	380.318	503.521	620.394	579.423	571.418	180.690	155.207	144.163	129.300	131.245
Provisiones	7.144	2.664	2.563	0	39.806	36.047	30.577	30.844	28.957	29.771
<b>Deudas a corto plazo</b>	<b>4.717.324</b>	<b>2.416.270</b>	<b>4.712.532</b>	<b>949.277</b>	<b>743.051</b>	<b>4.305.262</b>	<b>4.305.503</b>	<b>4.291.542</b>	<b>4.355.523</b>	<b>4.492.591</b>
Préstamos	3.243.093	1.466.903	4.214.237	621.876	545.780	3.554.678	2.683.622	2.696.421	2.698.819	2.793.375
Acreedores (AP)	270.054	168.680	343.100	107.515	99.726	101.926	103.670	121.570	94.936	95.546
Otros pasivos circulantes	1.204.177	780.687	155.195	219.886	97.545	648.658	1.518.211	1.473.551	1.561.768	1.603.670
<b>TOTAL PASIVO Y FFPP</b>	<b>8.875.127</b>	<b>6.522.412</b>	<b>5.714.227</b>	<b>4.322.374</b>	<b>3.822.688</b>	<b>2.858.173</b>	<b>2.020.636</b>	<b>1.345.790</b>	<b>1.240.460</b>	<b>1.222.642</b>

ANÁLISIS HORIZONTAL									
2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	<b>6,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-39,4%</b>	<b>-19,9%</b>	<b>-18,9%</b>	<b>-34,7%</b>	<b>-15,7%</b>	<b>-11,6%</b>	<b>-5,3%</b>
	-10,9%	-8,5%	-8,8%	15,7%	-22,9%	-49,1%	-7,7%	-0,4%	-0,3%
	9,4%	-3,6%	-88,9%	-49,1%	-34,4%	-9,7%	18,2%	-26,2%	-26,9%
	5,3%	2,1%	-18,6%	-19,7%	-18,0%	-34,6%	-17,4%	-11,3%	-4,5%
	<b>-32,7%</b>	<b>-16,1%</b>	<b>-19,0%</b>	<b>-9,3%</b>	<b>-26,7%</b>	<b>-27,9%</b>	<b>-37,6%</b>	<b>-6,6%</b>	<b>-0,3%</b>
	206,6%	-8,1%	-86,1%	17,3%	-53,7%	1,7%	-61,2%	-99,4%	0,0%
	-67,3%	-52,0%	5,5%	-47,3%	-34,9%	-17,7%	-20,5%	-12,8%	-7,2%
	-32,2%	-15,8%	-18,8%	-9,1%	-26,7%	-28,0%	-37,6%	-6,5%	-0,2%
	80,6%	-49,8%	2,8%	-61,1%	-57,7%	59,7%	-51,1%	-3,3%	85,2%
	<b>-26,5%</b>	<b>-12,4%</b>	<b>-24,4%</b>	<b>-11,6%</b>	<b>-25,2%</b>	<b>-29,3%</b>	<b>-33,4%</b>	<b>-7,8%</b>	<b>-1,4%</b>
2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	<b>-82,3%</b>	<b>-73,2%</b>	<b>-765,6%</b>	<b>-107,9%</b>	<b>-121,8%</b>	<b>-49,8%</b>	<b>-26,6%</b>	<b>-5,0%</b>	<b>-4,8%</b>
	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	-82,5%	-74,2%	-810,2%	-107,0%	-121,4%	-49,7%	-26,6%	-5,0%	-4,8%
	<b>28,5%</b>	<b>-75,7%</b>	<b>292,8%</b>	<b>2,3%</b>	<b>-95,2%</b>	<b>-14,4%</b>	<b>-7,1%</b>	<b>-9,4%</b>	<b>1,5%</b>
	28,0%	-90,4%	858,7%	3,0%	-100,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	0,0%
	32,4%	23,2%	-6,6%	-1,4%	-68,4%	-14,1%	-7,1%	-10,3%	1,5%
	-62,7%	-3,8%	-100,0%	n.a.	-9,4%	-15,2%	0,9%	-6,1%	2,8%
	<b>-48,8%</b>	<b>95,0%</b>	<b>-79,9%</b>	<b>-21,7%</b>	<b>479,4%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>1,5%</b>	<b>3,1%</b>
	-54,8%	187,3%	-85,2%	-12,2%	551,3%	-24,5%	0,5%	0,1%	3,5%
	-37,5%	103,4%	-68,7%	-7,2%	2,2%	1,7%	17,3%	-21,9%	0,6%
	-35,2%	-80,1%	41,7%	-55,6%	565,0%	134,1%	-2,9%	6,0%	2,7%
	<b>-26,5%</b>	<b>-12,4%</b>	<b>-24,4%</b>	<b>-11,6%</b>	<b>-25,2%</b>	<b>-29,3%</b>	<b>-33,4%</b>	<b>-7,8%</b>	<b>-1,4%</b>



ANÁLISIS VERTICAL									
2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>15,94%</b>	<b>23,0%</b>	<b>26,2%</b>	<b>21,0%</b>	<b>19,1%</b>	<b>20,7%</b>	<b>19,1%</b>	<b>24,2%</b>	<b>23,2%</b>	<b>22,3%</b>
0,54%	0,7%	0,7%	0,8%	1,1%	1,1%	0,8%	1,1%	1,2%	1,2%
4,78%	7,1%	7,8%	1,1%	0,7%	0,6%	0,7%	1,3%	1,0%	0,8%
10,62%	15,2%	17,7%	19,1%	17,3%	19,0%	17,6%	21,8%	20,9%	20,3%
<b>84,06%</b>	<b>77,0%</b>	<b>73,8%</b>	<b>79,0%</b>	<b>80,9%</b>	<b>79,3%</b>	<b>80,9%</b>	<b>75,8%</b>	<b>76,8%</b>	<b>77,7%</b>
0,09%	0,4%	0,4%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
1,71%	0,8%	0,4%	0,6%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
82,26%	75,9%	72,9%	78,3%	80,5%	79,0%	80,5%	75,4%	76,4%	77,3%
1,74%	4,3%	2,5%	3,3%	1,5%	0,8%	1,9%	1,4%	1,4%	2,7%
<b>100,00%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>13%</b>	<b>3,0%</b>	<b>0,9%</b>	<b>-8,2%</b>	<b>-19,2%</b>	<b>-57,0%</b>	<b>-120,8%</b>	<b>-229,6%</b>	<b>-261,6%</b>	<b>-278,3%</b>
0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
13%	3,0%	0,9%	-8,2%	-19,3%	-57,1%	-120,9%	-229,8%	-261,9%	-278,5%
<b>34%</b>	<b>59,9%</b>	<b>16,6%</b>	<b>86,2%</b>	<b>99,8%</b>	<b>6,3%</b>	<b>7,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,8%</b>
30%	52,2%	5,7%	72,8%	84,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%
4%	7,7%	10,9%	13,4%	14,9%	6,3%	7,7%	10,7%	10,4%	10,7%
0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	1,3%	1,5%	2,3%	2,3%	2,4%
<b>53%</b>	<b>37,0%</b>	<b>82,5%</b>	<b>22,0%</b>	<b>19,4%</b>	<b>150,6%</b>	<b>213,1%</b>	<b>318,9%</b>	<b>351,1%</b>	<b>367,4%</b>
37%	22,5%	73,7%	14,4%	14,3%	124,4%	132,8%	200,4%	217,6%	228,5%
3%	2,6%	6,0%	2,5%	2,6%	3,6%	5,1%	9,0%	7,7%	7,8%
14%	12,0%	2,7%	5,1%	2,6%	22,7%	75,1%	109,5%	125,9%	131,2%
<b>100%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

## 9.2. CUENTA DE RESULTADOS 2007-2016

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Ingresos operacionales (volumen de negocio)</b>	<b>1.563.799</b>	<b>2.251.828</b>	<b>1.014.767</b>	<b>781.830</b>	<b>278.139</b>	<b>141.032</b>	<b>59.184</b>	<b>68.315</b>	<b>116.377</b>	<b>46.618</b>
<b>Venta</b>	<b>1.418.668</b>	<b>2.242.190</b>	<b>1.002.307</b>	<b>769.011</b>	<b>267.901</b>	<b>136.163</b>	<b>59.184</b>	<b>68.315</b>	<b>114.695</b>	<b>46.011</b>
Costes de los bienes vendidos (COGS)	1.163.699	2.064.473	937.535	895.181	185.071	194.280	69.490	78.265	105.776	36.148
<b>Beneficio bruto</b>	<b>400.100</b>	<b>187.355</b>	<b>77.232</b>	<b>-113.351</b>	<b>93.068</b>	<b>-53.248</b>	<b>-10.306</b>	<b>-9.950</b>	<b>10.601</b>	<b>10.470</b>
Otros gastos de explotación	70.447	56.614	80.547	54.067	43.129	36.860	72.560	25.147	26.343	15.838
<b>P/G operacionales (EBIT)</b>	<b>329.653</b>	<b>130.741</b>	<b>-3.315</b>	<b>-167.418</b>	<b>49.939</b>	<b>-90.108</b>	<b>-82.866</b>	<b>-35.097</b>	<b>-15.742</b>	<b>-5.368</b>
Ingresos financieros	10.277	8.198	21.710	97.333	15.782	71.311	104.930	35.507	17.822	862
Gastos financieros	342.244	1.085.325	257.175	302.690	441.327	893.681	841.168	697.625	157.875	151.607
P&G Financieras	-331.967	-1.077.127	-235.465	-205.357	-425.545	-822.370	-736.238	-662.118	-140.053	-150.745
<b>Result. ordinarios antes impuestos (EBT)</b>	<b>-2.314</b>	<b>-946.386</b>	<b>-238.780</b>	<b>-372.775</b>	<b>-375.606</b>	<b>-912.478</b>	<b>-819.104</b>	<b>-697.215</b>	<b>-155.795</b>	<b>-156.113</b>
Impuestos	-34.002	-71.659	-93.750	6.594	-436	-1.808	1.401	359	-281	139
<b>Resultado actividades ordinarias</b>	<b>31.688</b>	<b>-874.727</b>	<b>-145.030</b>	<b>-379.369</b>	<b>-375.170</b>	<b>-910.670</b>	<b>-820.505</b>	<b>-697.574</b>	<b>-155.514</b>	<b>-156.252</b>
Resultados extraordinarios	-1.859	-335	634	359	742	495	197	3.507	419	338
<b>Ingresos netos</b>	<b>29.829</b>	<b>-875.062</b>	<b>-144.396</b>	<b>-379.010</b>	<b>-374.428</b>	<b>-910.175</b>	<b>-820.308</b>	<b>-694.067</b>	<b>-155.095</b>	<b>-155.914</b>

ANÁLISIS HORIZONTAL									
2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	<b>44,0%</b>	<b>-54,9%</b>	<b>-23,0%</b>	<b>-64,4%</b>	<b>-49,3%</b>	<b>-58,0%</b>	<b>15,4%</b>	<b>70,4%</b>	<b>-59,9%</b>
	<b>58,0%</b>	<b>-55,3%</b>	<b>-23,3%</b>	<b>-65,2%</b>	<b>-49,2%</b>	<b>-56,5%</b>	<b>15,4%</b>	<b>67,9%</b>	<b>-59,9%</b>
	77,4%	-54,6%	-4,5%	-79,3%	5,0%	-64,2%	12,6%	35,2%	-65,8%
	<b>-53,2%</b>	<b>-58,8%</b>	<b>-246,8%</b>	<b>-182,1%</b>	<b>-157,2%</b>	<b>80,6%</b>	<b>3,5%</b>	<b>-206,5%</b>	<b>-1,2%</b>
	-19,6%	42,3%	-32,9%	-20,2%	-14,5%	96,9%	-65,3%	4,8%	-39,9%
	<b>-60,3%</b>	<b>-102,5%</b>	<b>-4950,3%</b>	<b>-129,8%</b>	<b>-280,4%</b>	<b>8,0%</b>	<b>57,6%</b>	<b>55,1%</b>	<b>65,9%</b>
	-20,2%	164,8%	348,3%	-83,8%	351,9%	47,1%	-66,2%	-49,8%	-95,2%
	217,1%	-76,3%	17,7%	45,8%	102,5%	-5,9%	-17,1%	-77,4%	-4,0%
	-224,5%	78,1%	12,8%	-107,2%	-93,3%	10,5%	10,1%	78,8%	-7,6%
	<b>-40798,3%</b>	<b>74,8%</b>	<b>-56,1%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-142,9%</b>	<b>10,2%</b>	<b>14,9%</b>	<b>77,7%</b>	<b>-0,2%</b>
	-110,7%	-30,8%	-107,0%	-106,6%	-314,7%	-177,5%	-74,4%	-178,3%	-149,5%
	<b>-2860,4%</b>	<b>83,4%</b>	<b>-161,6%</b>	<b>1,1%</b>	<b>-142,7%</b>	<b>9,9%</b>	<b>15,0%</b>	<b>77,7%</b>	<b>-0,5%</b>
	82,0%	-289,3%	-43,4%	106,7%	-33,3%	-60,2%	1680,2%	-88,1%	-19,3%
	<b>-3033,6%</b>	<b>83,5%</b>	<b>-162,5%</b>	<b>1,2%</b>	<b>-143,1%</b>	<b>9,9%</b>	<b>15,4%</b>	<b>77,7%</b>	<b>-0,5%</b>

ANÁLISIS VERTICAL									
2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>90,7%</b>	<b>99,6%</b>	<b>98,8%</b>	<b>98,4%</b>	<b>96,3%</b>	<b>96,5%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>98,6%</b>	<b>98,7%</b>
74,4%	91,7%	92,4%	114,5%	66,5%	137,8%	117,4%	114,6%	90,9%	77,5%
<b>25,6%</b>	<b>8,3%</b>	<b>7,6%</b>	<b>-14,5%</b>	<b>33,5%</b>	<b>-37,8%</b>	<b>-17,4%</b>	<b>-14,6%</b>	<b>9,1%</b>	<b>22,5%</b>
4,5%	2,5%	7,9%	6,9%	15,5%	26,1%	122,6%	36,8%	22,6%	34,0%
<b>21,1%</b>	<b>5,8%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-21,4%</b>	<b>18,0%</b>	<b>-63,9%</b>	<b>-140,0%</b>	<b>-51,4%</b>	<b>-13,5%</b>	<b>-11,5%</b>
0,7%	0,4%	2,1%	12,4%	5,7%	50,6%	177,3%	52,0%	15,3%	1,8%
21,9%	48,2%	25,3%	38,7%	158,7%	633,7%	1421,3%	1021,2%	135,7%	325,2%
-21,2%	-47,8%	-23,2%	-26,3%	-153,0%	-583,1%	-1244,0%	-969,2%	-120,3%	-323,4%
<b>-0,1%</b>	<b>-42,0%</b>	<b>-23,5%</b>	<b>-47,7%</b>	<b>-135,0%</b>	<b>-647,0%</b>	<b>-1384,0%</b>	<b>-1020,6%</b>	<b>-133,9%</b>	<b>-334,9%</b>
-2,2%	-3,2%	-9,2%	0,8%	-0,2%	-1,3%	2,4%	0,5%	-0,2%	0,3%
<b>2,0%</b>	<b>-38,8%</b>	<b>-14,3%</b>	<b>-48,5%</b>	<b>-134,9%</b>	<b>-645,7%</b>	<b>-1386,4%</b>	<b>-1021,1%</b>	<b>-133,6%</b>	<b>-335,2%</b>
-0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,3%	0,4%	0,3%	5,1%	0,4%	0,7%
<b>1,9%</b>	<b>-38,9%</b>	<b>-14,2%</b>	<b>-48,5%</b>	<b>-134,6%</b>	<b>-645,4%</b>	<b>-1386,0%</b>	<b>-1016,0%</b>	<b>-133,3%</b>	<b>-334,5%</b>

### 9.3. ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO 2007-2016

FLUJOS DE EFECTIVO										
FCO	32.234	-858.248	-127.335	-364.237	-360.895	-897.367	-810.810	-686.282	-148.961	-150.047
(Inversión en ANC)	1.414.800	84.376	512	-590.366	-181.076	-137.531	-204.905	-60.413	-37.745	-15.170
(Necesidades de FM)	2.743.003	-136.037	-3.104.959	2.961.768	-112.384	-4.389.195	-632.873	-600.472	-131.566	-139.716
FCL	-4.125.569	-806.587	2.977.112	-2.735.639	-67.435	3.629.359	26.968	-25.397	20.350	4.839
(FM)	2.743.003	2.606.966	-497.993	2.463.775	2.351.391	-2.037.804	-2.670.677	-3.271.149	-3.402.715	-3.542.431

### 9.4. ANÁLISIS DE RATIOS 2007-2016

ANÁLISIS DE RATIOS										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Análisis de Solvencia a Corto Plazo y Tesorería										
Ratio de Liquidez (Circulante)	1,58	2,08	0,89	3,60	4,16	0,53	0,38	0,24	0,22	0,21
Ratio de tesorería	0,03	0,15	0,04	0,18	0,10	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Acid Test Ratio	1,55	2,06	0,89	3,57	4,15	0,52	0,38	0,24	0,22	0,21
PMC (Periodo Medio de Cobro)	35	8	8	12	17	22	43	30	15	35
PMP (Periodo Medio de Pago)	62	27	122	50	129	260	631	641	294	738
Financiación de clientes por proveedores	1,78	3,41	14,45	4,29	7,55	11,85	14,65	21,61	19,35	20,97
Ratios de Rentabilidad										
ROE (Rentabilidad Financiera)	2,67	-442,85	-272,18	-107,33	-51,01	-55,89	-33,62	-22,46	-4,78	-4,58
ROA (Retorno de la Inversión)	0,34	-13,42	-2,53	-8,77	-9,79	-31,84	-40,60	-51,57	-12,50	-12,75
Coeficientes de Margen de Beneficio										
Gross Profit Margin (Margen Bruto)	25,59	8,32	7,61	-14,50	33,46	-37,76	-17,41	-14,56	9,11	22,46
EBITDA Margin (Margen de EBITDA)	21,23	6,55	1,35	-19,52	22,82	-54,81	-123,97	-39,98	-8,26	1,07
Profit Margin (Margen de Beneficio)	-0,15	-42,03	-23,53	-47,68	-135,04	-647,00	-1384,00	-1020,59	-133,87	-334,88
Ratios de Estructura (Análisis de Solvencia Patrimonial)										
Debt Structure (Estructura de la deuda)	0,82	2,32	0,08	5,06	5,94	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Equity Ratio	0,13	0,03	0,01	-0,08	-0,19	-0,57	-1,21	-2,30	-2,62	-2,78
Coste de la Deuda	5,80	22,28	5,66	8,03	11,65	25,14	31,34	25,87	5,85	5,42
Gastos Financieros	21,89	48,20	25,34	38,72	158,67	633,67	1421,28	1021,19	135,66	325,21
Calidad de la deuda	53,15	37,05	82,47	21,96	19,44	150,63	213,08	318,89	351,12	367,45
Ratio de endeudamiento	0,87	0,97	0,99	1,08	1,19	1,57	2,21	3,30	3,62	3,78
Ratios de Apalancamiento										
Debt to Equity Ratio	5,28	24,66	85,62	-10,67	-5,16	-2,18	-1,10	-0,87	-0,83	-0,82
Debt to Assets Ratio	0,67	0,75	0,79	0,87	0,99	1,24	1,33	2,00	2,18	2,29
Financial Leverage Ratio	7,94	33,01	107,71	-12,24	-5,21	-1,76	-0,83	-0,44	-0,38	-0,36
Operating Earnings Coverage										
Interest Coverage	0,96	0,12	-0,01	-0,55	0,11	-0,10	-0,10	-0,05	-0,10	-0,04
Net Debt to EBITDA Ratio	17,31	31,12	320,26	-23,74	58,80	-45,69	-36,06	-98,05	-279,16	5534,07

#### LEYENDA: ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

RESULTADO DESFAVORABLE
RESULTADO MODERADO
RESULTADO ÓPTIMO

### 9.5. CÁLCULO DEL GAO Y BEP 2007-2016

GAO Y BEP										
Grado de Apalancamiento Operativo (GAO)	1,21	1,43	-23,30	0,68	1,86	0,59	0,12	0,28	-0,67	-1,95
Duplicar Utilidad Operativa	82%	70%	-4%	148%	54%	169%	804%	353%	-148%	-51%
Punto de Equilibrio	18%	30%	104%	-48%	46%	-69%	-704%	-253%	248%	151%

## 9.6. CÁLCULO DEL Z-SCORE 2007-2016

Z-SCORE: RATIOS											
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
X1	0,309	0,400	-0,087	0,570	0,615	-0,713	-1,322	-2,431	-2,743	-2,897	CAPITAL CIRCULANTE/ACTIVOS TOTALES
X2	0,001	-0,134	-0,025	-0,088	-0,098	-0,318	-0,406	-0,516	-0,125	-0,128	UTILIDADES RETENIDAS/ACTIVOS
X3	0,037	0,020	-0,001	-0,039	0,013	-0,032	-0,041	-0,026	-0,013	-0,004	EBIT/ACTIVOS
X4	0,958	0,929	0,880	0,901	1,015	1,244	1,339	2,162	2,191	2,322	VALOR MERCADO DE CAPITAL/VALOR PASIVO
X5	0,176	0,345	0,178	0,181	0,073	0,049	0,029	0,051	0,094	0,038	VENTAS/ACTIVOS
Z-Score	1,25	1,26	0,56	1,15	1,33	-0,61	-1,46	-2,38	-2,10	-2,24	Z-Score = 1.2A + 1.4B + 3.3C + 0.6D + 1.0E

## 9.7. PROYECCIONES FINANCIERAS 2017-2019

- Escenario Pesimista:

EVOLUCIÓN ANUAL Y PROYECCIÓN P&G						
	2017	2018	2019			
<b>Ingresos operacionales (volumen de negocio)</b>	104,0%	<b>48.483</b>	105%	<b>50.664</b>	104%	<b>52.438</b>
<b>Venta</b>						
Costes de los bienes vendidos (COGS)	85%	30.706	85%	26.084	85%	22.157
<b>Beneficio bruto</b>		<b>17.776</b>		<b>24.581</b>		<b>30.280</b>
Otros gastos de explotación	100%	15.838	100%	15.838	100%	15.838
<b>P/G operacionales (EBIT)</b>		<b>1.938</b>		<b>8.743</b>		<b>14.442</b>
Ingresos financieros	100%	862	100%	862	100%	862
Gastos financieros	100%	151.607	100%	151.607	100%	151.607
P&G Financieras		-150.745		-150.745		-150.745
<b>Result. ordinarios antes impuestos (EBT)</b>		<b>-148.807</b>		<b>-142.002</b>		<b>-136.303</b>
Impuestos	25%	-37.202	25%	-35.501	25%	-34.076
<b>Resultado actividades ordinarias</b>		<b>-111.605</b>		<b>-106.502</b>		<b>-102.227</b>
Resultados extraordinarios		450		450		450
<b>Ingresos netos</b>		<b>-111.155</b>		<b>-106.052</b>		<b>-101.777</b>

Flujos de Efectivo		
<b>FCO</b>	<b>-100.487</b>	<b>-95.384</b>
(Inversión en ANC)	-26.458	-26.458
(Necesidades de FM)	26.458	26.458
<b>FCL</b>	<b>-100.487</b>	<b>-91.109</b>

ACTIVOS			
	2017	2018	2019
<b>Activos fijos</b>	<b>246.025</b>	<b>219.567</b>	<b>193.110</b>
Inmovilizado inmaterial			
Inmovilizado material			
Otros activos fijos			
<b>Activo circulante</b>	<b>945.321</b>	<b>1.045.808</b>	<b>1.141.193</b>
Valores			
Deudores (AR)			
Otros activos corrientes			
<b>Efectivo y equivalentes</b>			
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>1.191.346</b>	<b>1.265.375</b>	<b>1.334.302</b>
PASIVOS Y FFPP			
	2017	2018	2019
<b>Fondos de los accionistas</b>	<b>-3.402.482</b>	<b>-3.402.482</b>	<b>-3.402.482</b>
Capital			
Otros accionistas de fondos			
<b>Pasivos no corrientes</b>	<b>132.533</b>	<b>132.533</b>	<b>132.533</b>
Deuda a largo plazo			
Otros pasivos no corrientes			
Provisiones			
<b>Deudas a corto plazo</b>	<b>4.461.295</b>	<b>4.535.324</b>	<b>4.604.251</b>
Préstamos			
Acreedores (AP)			
Otros pasivos circulantes			
<b>TOTAL PASIVO Y FFPP</b>	<b>1.191.346</b>	<b>1.265.375</b>	<b>1.334.302</b>

- Escenario Optimista:

EVOLUCIÓN ANUAL Y PROYECCIÓN P&G						
		2017		2018		2019
<b>Ingresos operacionales (volumen de Venta)</b>	114,4%	<b>53.331</b>	112%	<b>59.731</b>	112%	<b>66.898</b>
Costes de los bienes vendidos (COGS)	85%	30.706	85%	26.084	85%	22.157
<b>Beneficio bruto</b>		<b>22.625</b>		<b>33.647</b>		<b>44.741</b>
Otros gastos de explotación	100%	15.838	100%	15.838	100%	15.838
<b>P/G operacionales (EBIT)</b>		<b>6.787</b>		<b>17.809</b>		<b>28.903</b>
Ingresos financieros	100%	862	100%	862	100%	862
Gastos financieros	0%	0	0%	0	0%	0
P&G Financieras		862		862		862
<b>Result. ordinarios antes impuestos (EBT)</b>		<b>7.649</b>		<b>18.671</b>		<b>29.765</b>
Impuestos	25%	1.912	25%	4.668	25%	7.441
<b>Resultado actividades ordinarias</b>		<b>5.736</b>		<b>14.003</b>		<b>22.324</b>
Resultados extraordinarios		450		450		450
<b>Ingresos netos</b>		<b>6.186</b>		<b>14.453</b>		<b>22.774</b>

Flujos de Efectivo			
<b>FCO</b>	<b>16.854</b>	<b>25.121</b>	<b>33.441</b>
(Inversión en ANC)	-26.458	-26.458	-26.458
(Necesidades de FM)	26.458	26.458	26.457
<b>FCL</b>	<b>16.854</b>	<b>25.121</b>	<b>33.441</b>
ACTIVOS			
	2017	2018	2019
<b>Activos</b>	<b>246.025</b>	<b>219.567</b>	<b>193.110</b>
Inmovilizad			
Inmovilizad			
Otros			
<b>Activo</b>	<b>945.321</b>	<b>928.467</b>	<b>903.346</b>
Valores			
Deudores			
Otros			
<b>Efectivo y</b>			
<b>ACTIVOS</b>	<b>1.191.346</b>	<b>1.148.034</b>	<b>1.096.456</b>
PASIVOS Y FFPP			
	2017	2018	2019
<b>Fondos de</b>	<b>-3.402.482</b>	<b>-3.402.482</b>	<b>-3.402.482</b>
Capital			
Otros			
<b>Pasivos no</b>	<b>132.533</b>	<b>132.533</b>	<b>132.533</b>
Deuda a			
Otros			
Provisione			
<b>Deudas a</b>	<b>4.461.295</b>	<b>4.417.983</b>	<b>4.366.405</b>
Préstamos			
Acreedore			
Otros			
<b>TOTAL</b>	<b>1.191.346</b>	<b>1.148.034</b>	<b>1.096.456</b>